



**A INFLUÊNCIA DO COMPORTAMENTO DO GESTOR DE TOPO (EMPRESÁRIO) E DA OPÇÃO DE ESTRATÉGIA NA ESTRUTURA FINANCEIRA E NO DESEMPENHO DA EMPRESA. O CASO DAS MÉDIAS EMPRESAS.**

**José Augusto de Jesus Felício**

**VOLUME 1**

Dissertação apresentada no Instituto Superior de Economia e Gestão para  
obtenção de Doutoramento em Organização e Gestão de Empresas

**Orientador:** Professor Doutor Rogério Fernandes Ferreira

**Constituição do júri:**

**Presidente:** Reitor da Universidade Técnica de Lisboa

**Vogais:** Professor Doutor Rogério Fernandes Ferreira

Professor Doutor João da Silva Ferreira

Professor Doutor Vítor Fernando da Conceição Gonçalves

Professor Doutor Manuel de Oliveira Marques

Professor Doutor José Paulo Afonso Esperança

Professor Doutor João Carlos Carvalho das Neves

**LISBOA**

**2001**



Dedicado à Maria Madalena e aos nossos filhos  
Joana, Teresa, Madalena e João.

## RESUMO

Para a elaboração do trabalho de investigação, sobre “A influência do comportamento do gestor de topo (empresário) e da opção de estratégia na estrutura financeira e no desempenho da empresa. O caso das médias empresas”, estabeleceu-se como objectivo essencial verificar em que medida a tipologia do gestor (oito variáveis), identificada por características de comportamento, personalidade, especialização e demográficas, de empresas predominantemente industriais pertencentes a diferentes sectores de actividade, e a opção de estratégia (dez variáveis), identificada por opções de transacção, inovação, diversificação e expansão, influenciam a estrutura financeira (quatro variáveis), identificada pela estrutura de capital, estrutura de endividamento e estrutura de investimento, e o desempenho (cinco variáveis), medido este em termos de rendibilidade, índice de crescimento e rotação do activo.

O estudo realizou-se com base numa amostra de 132 médias empresas portuguesas, referente ao período de 1990 a 1997, distribuídas pelos sectores da alimentação com 16 empresas, têxteis e confecção com 57 empresas, química e plásticos com 27 empresas e metalurgia e metalomecânica com 32 empresas. O inquérito-questionário foi enviado a 1288 empresas, correspondentes ao universo.

Os dados a partir dos quais se procedeu à análise, utilizando como técnicas estatísticas o teste *t*, o método da regressão linear múltipla e a análise da correlação canónica, com base no SPSS, permitiram, no essencial, tudo o indica, comprovar cinco das hipóteses formuladas: a) a tipologia do gestor influencia a estrutura financeira das empresas, qualquer que seja o sector de actividade o que não se verificou no caso da amostra global. Contudo, a intensidade e tipo de relação demonstram variar consoante a especificidade do negócio; b) da mesma forma, a opção de estratégia influencia a estrutura financeira das empresas; c) a opção de estratégia influencia o desempenho, verificando-se, no entanto, importantes diferenças quanto ao tipo de relações, consoante as orientações de estratégia das empresas, no sentido da expansão, diversificação ou transacção, e o sector de actividade; d) comprova-se existir relação de influência entre a estrutura financeira e o desempenho, qualquer que seja o sector de actividade e referente à amostra global. No entanto, a intensidade e tipo de relação variam consoante a especificidade do negócio; e) comprova-se existir relação de

influência entre a tipologia do gestor e a opção de estratégia, considerando a amostra global e as amostras parciais por sector de actividade, exceptuando o sector da alimentação por, neste caso, a amostra ser de reduzida dimensão. Da mesma forma, a intensidade e tipo de relação varia consoante a especificidade da actividade.

Não se comprovou, de forma evidente, a existência de relação de influência entre a tipologia do gestor e o desempenho das empresas, tanto no que respeita às empresas que constituem a amostra global como por sector de actividade .

## AGRADECIMENTOS

Quando se realiza trabalho de investigação, na sequência natural de formação académica, visando nível mais elevado de graduação, deparam-se, certamente, dificuldades de monta. Contudo, quando resulta de opção, em fase avançada de carreira profissional e experiência académica, as dificuldades tomam, ainda, outro alcance, pelo facto de, além do mais, envolver distintos compromissos. No meu caso, sem a compreensão da família, face aos sacrifícios carreados, e sem a decisão, difícil, de alterar a vida profissional, até então prosseguida, dificilmente teria levado a efeito o projecto.

Por outro lado, tanto o apoio e colaboração de colegas como as facilidades facultadas por instituições revelaram-se de grande importância.

Daí que o primeiro e especial agradecimento se encaminhe para o Professor Rogério Fernandes Ferreira, por ter aceite o encargo e a responsabilidade de supervisionar o trabalho de investigação. Sempre disponível. Nos momentos próprios expressou as suas críticas e sugestões, apresentando questões e outros pontos de vista, facilitando, assim, o ajuste e aprofundamento da abordagem.

O segundo e particular agradecimento encaminha-se para o Professor Vitor da Conceição Gonçalves por se dispor a acompanhar a evolução do projecto, sustentando a discussão de temas, ao mesmo tempo que dispensava críticas e sugeria cuidados sobre versões do trabalho.

O terceiro agradecimento vai para o Professor João Carvalho das Neves, por se dispor a discutir o estudo, em diversos momentos, com incidência particular na sua área de especialização.

O quarto agradecimento encaminha-se para os empresários e gestores cimeiros das empresas que responderam ao inquérito-questionário permitindo a realização da investigação. Presto-lhes singelo reconhecimento e, ao mesmo tempo, apelo para que continuem a colaborar com os investigadores, contribuindo para consumir relevante papel da Universidade, a bem da economia empresarial portuguesa.

Seguem outros encómios aos colegas e amigos que se dispuseram a colaborar duma ou doutra forma, dos quais destacam-se o Professor Sequeira de Carvalho, pelo apoio concedido ao facilitar contactos na Universidade de Paris-Dauphine; o Professor Azevedo Pereira, pelas discussões que possibilitou sobre o método e orientações científicas, ao tempo doutorando em Manchester, bem como a forma como apoiou a minha deslocação àquela Escola, proporcionando contactos de grande valia; o Professor Luís Araújo, da Universidade de Lancaster, ao aceitar discutir orientações referentes ao projecto de investigação; o Professor Amílcar Gonçalves, pelas sugestões e apoio dados; o Dr. Nuno Santos, face à colaboração prestada quanto à utilização do SPSS e aplicação da técnica estatística; a Dra. Helena Martins, pelos comentários realizados com vista à adequação do inquérito; o Dr. Fernando Cardote, por aceder a reler o texto acentuando alterações para melhor clareza do conteúdo.

Relevam-se, também, as facilidades concedidas pelo Instituto Superior de Economia e Gestão, em especial, no que concerne ao acesso à informação.

Destaca-se, também, o Dr. Ricardo Rodrigues, do Centro de Estudos de Gestão do Instituto Superior de Economia e Gestão, pelo trabalho de ajustamento do texto e elaboração de gráficos e diagramas, e o Sr. Carlos Marques, pela prontidão com que assegurou o fornecimento de ampla documentação.

Evidencio os meus pais pela forma generosa com que sempre me procuraram entender e apoiar, mais que não fosse devotando compreensão. Cabe aqui, também, menção amiga aos padrinhos Fernanda Rama e Sousa e Dr. Gentil Ferreira e Sousa pelo incentivo, desde sempre, vincado.

Por último, aos colegas e amigos, que não se mencionam explicitamente, com quem troquei opiniões sobre estes e outros temas complementares. A todos, em lembrança, o meu reconhecimento.

## ÍNDICE

### CAPÍTULO 1- INTRODUÇÃO

1.1- A escolha do tema .....	15
1.2- Razões e âmbito do estudo .....	18
1.3- Principais questões colocadas .....	21
1.4- Objectivos do trabalho .....	22
1.4- Sequência dos trabalhos .....	24
1.5- Método de investigação .....	26

### CAPÍTULO 2- REVISÃO DA LITERATURA

2.1- Introdução .....	30
2.2- Desenvolvimento da empresa .....	33
2.2.1- Teoria e pontos de vista de diferentes autores .....	33
2.2.1.1- Teoria dos custos de transacção .....	45
a) Orientação para a empresa em geral .....	45
b) Orientação para a estrutura financeira .....	49
2.2.1.2- Teoria do recurso especializado .....	53
a) Orientação para a empresa em geral .....	53
b) Orientação para a estrutura financeira .....	57
2.2.2- Contributos para o estudo .....	60
2.3- Tipologia do gestor .....	63
2.3.1- Teoria e pontos de vista de diferentes autores .....	63
2.3.2- Contributos para o estudo .....	78
2.4- Estratégia .....	82
2.4.1- Teoria e pontos de vista de diferentes autores .....	82
2.4.2- Contributos para o estudo .....	103
2.5- Estrutura financeira .....	106
2.5.1- Teoria e pontos de vista de diferentes autores .....	106
2.5.1.1- Teoria da ordem de preferência .....	126
2.5.1.2- Teoria da agência .....	128
2.5.2- Contributos para o estudo .....	136
2.6- Desempenho .....	140

2.6.1- Teoria e pontos de vista de diferentes autores .....	140
2.6.2- Medidas de desempenho .....	146
2.6.3- Contributos para o estudo .....	147
2.7- Conclusões .....	150
2.8- Síntese .....	151

## CAPÍTULO 3- AGENDA E MODELO DE INVESTIGAÇÃO

3.1- Agenda de investigação .....	153
3.1.1-Formulação de hipóteses .....	153
3.1. 2-Extensão e limites .....	160
3.1. 3-Observações sobre a agenda de investigação .....	162
3.2- Modelo de investigação .....	163
3.2.1- Introdução .....	163
3.2.2- Enunciação de conceitos .....	163
3.2.2.1- Desenvolvimento .....	163
3.2.2.2- Tipologia do gestor .....	165
3.2.2.3- Opção de estratégia .....	166
3.2.2.4- Estrutura financeira .....	167
3.2.2.5-Estrutura de capital .....	168
3.2.2.6- Estrutura de financiamento .....	169
3.2.2.7- Estrutura de endividamento .....	170
3.2.2.8- Estrutura de investimento .....	171
3.2.2.9- Desempenho .....	171
3.2.2.10- Resultado económico.....	172
3.2.2.11- Crescimento .....	173
3.2.3- O modelo .....	174
3.2.4- Selecção das variáveis .....	176
3.2.4.1- Tipologia do gestor .....	178
3.2.4.1.1- Idade .....	179
3.2.4.1.2- Antiguidade na função .....	180
3.2.4.1.3- Formação e/ou especialização educacional .....	181
3.2.4.1.4- Grau de escolaridade .....	181
3.2.4.1.5- Nível de comunicação com empregados .....	182



3.2.4.1.6- Nível de comunicação com clientes .....	183
3.2.4.1.7- Delegação de autoridade .....	184
3.2.4.1.8- Propensão ao risco .....	185
3.2.4.2- Estratégia .....	185
3.2.4.2.1- Política de preço .....	186
3.2.4.2.2- Investigação e desenvolvimento (I&D) .....	187
3.2.4.2.3- Tecnologia ou automatização .....	188
3.2.4.2.4- Linha de produtos .....	188
3.2.4.2.5- Novos produtos ou serviços .....	190
3.2.4.2.6- Novos negócios .....	191
3.2.4.2.7- Desenvolvimento de produtos existentes .....	192
3.2.4.2.8- Intensidade de <i>marketing</i> .....	192
3.2.4.2.9- Expansão para novos mercados geográficos .....	193
3.2.4.2.10- Canais de distribuição .....	194
3.2.4.3- Estrutura financeira .....	194
3.2.4.3.1- Relação capital alheio com capital próprio .....	194
3.2.4.3.2- Relação capital alheio estável com capital alheio .....	195
3.2.4.3.3- Relação passivo de tesouraria com capital alheio .....	195
3.2.4.3.4- Relação activo imobilizado líquido com activo total .....	196
3.2.4.4- Desempenho .....	196
3.2.4.4.1- Rendibilidade do capital próprio .....	197
3.2.4.4.2- Rendibilidade do activo total .....	197
3.2.4.4.3- Rendibilidade das vendas .....	198
3.2.4.4.4- Relação meios libertos líquidos com activo total .....	199
3.2.4.4.5- Relação volume de vendas com activo total .....	199

## CAPÍTULO 4- MÉTODO DE PESQUISA

4.1- Introdução .....	200
4.2- Selecção da amostra .....	200
4.3- Instrumento de suporte e recolha de dados .....	208
4.3.1- Instrumento de suporte: o questionário .....	208
4.3.2- Recolha de dados .....	209
4.4- Técnicas utilizadas .....	210

4.5- Testes da amostra .....	213
4.5.1- Análise de contingência .....	213
4.5.2- Teste t .....	215
4.5.3- Método da regressão linear múltipla .....	224
4.5.4- Análise da correlação canónica não linear .....	227
4.6- Caracterização da amostra .....	234
4.6.1- Introdução .....	234
4.6.2- Amostra global .....	235
4.6.2.1- Tipologia do gestor .....	237
4.6.2.2- Opção de estratégia .....	238
4.6.2.3- Estrutura financeira .....	239
4.6.2.4- Desempenho .....	242
4.6.3- Contribuição de cada um dos sectores de actividade .....	244
4.6.3.1- Tipologia do gestor .....	244
4.6.3.2- Opção de estratégia .....	246
4.6.3.3- Estrutura financeira .....	248
4.6.3.4- Desempenho .....	252

## CAPÍTULO 5- ANÁLISE DOS RESULTADOS

5.1- Introdução .....	257
5.2- Relação da tipologia do gestor e opção de estratégia com a estrutura financeira e o desempenho .....	257
5.2.1- Análise dos resultados .....	257
5.2.1.1- Grupo de empresas (amostra global) .....	257
5.2.1.2- Sectores de actividade .....	258
5.2.1.2.1- Alimentação .....	258
5.2.1.2.2- Têxteis e confecções .....	264
5.2.1.2.3- Química e plásticos .....	274
5.2.1.2.4- Metalurgia e metalomecânica .....	292
5.2.2- Conclusões .....	298
5.2.2.1- Amostra global .....	299
5.2.2.2- Sector da alimentação .....	299
5.2.2.3- Sector dos têxteis e confecções .....	300

5.2.2.4- Sector da química e plásticos .....	301
5.2.2.5- Sector da metalurgia e metalomecânica .....	302
5.3- Relação entre a estrutura financeira e o desempenho .....	304
5.3.1- Análise dos resultados .....	304
5.3.1.1- Grupo de empresas (amostra global) .....	304
5.3.1.2- Sectores de actividade .....	306
5.3.1.2.1- Alimentação .....	306
5.3.1.2.2- Têxteis e confecções .....	307
5.3.1.2.3- Química e plásticos .....	310
5.3.1.2.4- Metalurgia e metalomecânica .....	312
5.3.2- Conclusões .....	314
5.3.2.1- Amostra global .....	314
5.3.2.2- Sector da alimentação .....	315
5.3.2.3- Sector dos têxteis e confecções .....	315
5.3.2.4- Sector da química e plásticos .....	316
5.3.2.5- Sector da metalurgia e metalomecânica .....	316
5.4- Relação entre a tipologia do gestor e a opção de estratégia .....	317
5.4.1- Análise dos resultados .....	317
5.4.1.1- Grupo de empresas (amostra global) .....	317
5.4.1.2- Sectores de actividade .....	319
5.4.1.2.1- Têxteis e confecções .....	319
5.4.1.2.2- Química e plásticos .....	321
5.4.1.2.3- Metalurgia e metalomecânica .....	322
5.4.2- Conclusões .....	324
5.4.2.1- Amostra global .....	325
5.2.2.2- Sector dos têxteis e confecções .....	326
5.2.2.3- Sector da química e plásticos .....	327
5.2.2.4- Sector da metalurgia e metalomecânica .....	328

## CAPÍTULO 6- CONCLUSÕES

6.1- Introdução .....	330
6.2- Relações a verificar .....	330
6.2.1- Relação entre tipologia do gestor e opção de estratégia e a estrutura financeira e o	

desempenho .....	330
6.2.2- Relação entre a estrutura financeira e o desempenho .....	339
6.2.3- Relação entre a tipologia do gestor e a opção de estratégia .....	342
6.3- Conclusões finais .....	346
6.4- Limitações e contribuições da investigação.....	349

## ÍNDICE DE QUADROS

## ÍNDICE DE FIGURAS

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

## ÍNDICE DE VARIÁVEIS

## ÍNDICE DE SIGLAS E ABREVIATURAS

## BIBLIOGRAFIA

## ANEXOS

Anexo 1- Questionário e Instruções de preenchimento

Anexo 2- Cartas remetidas às empresas

Anexo 3- Dados da amostra

Anexo 4- Testes de normalidade e de homogeneidade de variâncias

Anexo 5- Teste t, por sector de actividade

Anexo 6- Teste t: Diferenças provocadas na estrutura financeira e desempenho pela aposta no nível tecnológico face à concorrência, por sector de actividade, anos de 1990 a 1997

Anexo 7- Teste t: Diferenças provocadas na estrutura financeira e desempenho pela aposta em novos mercados, por sector de actividade, anos de 1990 a 1997

Anexo 8- Correlações e regressões

Anexo 9- Regressões (testes) referentes a 1997

Anexo 10- 'Overals'

Anexo 11- Comparação da tipologia do gestor e opção de estratégia, entre sectores (qui quadrado)

Anexo 12- Comparação da tipologia do gestor e opção de estratégia, amostra global (qui quadrado)

## CAPÍTULO 1- INTRODUÇÃO

O sistema de economia de mercado tem vindo a assumir-se nos últimos decénios, como símbolo do mundo livre e base de sustentação e característica do desenvolvimento das sociedades modernas. A sua expansão, no essencial, deve-se ao facto de permitir aos indivíduos a possibilidade de tomarem iniciativas próprias, a par da responsabilidade pelos respectivos actos, por conta e risco. Trata-se de um sistema baseado em valores e normas de direito positivo ou natural, do qual decorrem as regras de política económica e social. Neste quadro, os indivíduos dispõem de oportunidade para colocar à prova a capacidade de auto-realização, usufruindo daí os correspondentes resultados, nomeadamente os lucros do negócio. Em consequência, a organização empresarial surge indispensável como sustentáculo do bem estar, um dos principais paradigmas do desenvolvimento e referência do século XX.

Na lógica do sistema, cada vez mais globalizado e competitivo, as organizações vêm-se compelidas, de forma generalizada, a adoptar técnicas e instrumentos de gestão e a fazê-lo com rigor, para assegurarem a sobrevivência e o desenvolvimento. Distinguem-se aquelas que dispõem de recursos próprios ou de condições de acesso a esses e outros recursos, sejam eles tangíveis ou referentes a processos, sistemas ou aptidões, adequados às condições, para concorrer com vantagem.

O que diferencia grande parte dos empresários, entre si, é a capacidade para reconhecer e aproveitar as oportunidades de negócio e para assegurar, da melhor maneira, a expansão da actividade e o crescimento da organização. Para isso, tantas vezes, assumem iniciativas de elevado risco, com intuito de obter ganhos excepcionais.

Toda a empresa procura projectar as diferentes etapas do seu desenvolvimento em certo horizonte temporal, mais ou menos dilatado. Essa atitude deverá, naturalmente, ter em conta o volume dos resultados económicos e financeiros adequados aos propósitos de crescimento e expansão. Em regra, parte-se do princípio que o empresário assume esse tipo de preocupação e motivação. No entanto, a realidade, em muitos casos, demonstra que o desempenho é diverso. Tantas são as empresas que não asseguram, nomeadamente as condições indispensáveis ao desenvolvimento, sendo certo que haverá para isso as mais

diversas razões.

Não obstante, assumindo-se determinado quadro de referência como premissa base, no âmbito do qual actuam diversas organizações, com distinta aptidão de gestão e diferentes recursos humanos, materiais e financeiros, constata-se que mesmo as que pertencem a determinado sector de actividade têm comportamento diferenciado, dispõem de estrutura financeira diversa e reagem distintamente às dificuldades, em resultado de opções tomadas. Este diferente comportamento, derivado por exemplo de opção pela expansão, reflecte-se no desempenho da organização, nomeadamente no nível de crescimento da actividade, nos resultados obtidos e na rendibilidade.

### 1.1- A escolha do tema

Verifica-se, portanto, existirem diversos factores que afectam o desempenho da empresa, podendo agrupar-se consoante a sua natureza e a sua proveniência interna ou externa<sup>1</sup>. Dos factores internos destacam-se os recursos levados para o negócio e aqueles outros obtidos da actividade desenvolvida ou de opções e iniciativas tomadas junto de diferentes entidades, por reconhecimento do mérito da organização, e que se expressam na estrutura financeira. São, portanto, factores sobre os quais existe controlo ou a possibilidade de serem controlados. Destacam-se, também, os gestores que por força de características próprias de comportamento e personalidade e outros requisitos, através, nomeadamente das opções tomadas, influenciam o desenvolvimento da empresa.

Quanto aos factores de natureza externa dependem das condições de mercado. São influenciados pelo tipo e número de organizações envolvidas no negócio, pela forma como se organiza o sistema económico e consequente evolução macro-económica, pela acção das

---

<sup>1</sup> O desempenho das organizações tem vindo a suscitar grande quantidade de estudos por depender dos mais diversos factores, nomeadamente da gestão de topo (Castânias & Helfat, 1991; Chatterjee & Wernerfelt, 1991; Barkema et al., 1996), da estratégia (Porter, 1980; Hitt et al., 1997), da estrutura financeira (Allen, 1995; Geroski et al., 1997; Homarfar et al., 1994), da indústria (Stimpert & Duhaime, 1997; Rumelt, 1974; Delis & Beamish, 1999; Caves & Porter, 1977; Porter, 1979; Dess et al., 1990), dos activos próprios (Bettis, 1981; Caves, 1996), da expansão geográfica (Kim et al., 1989; Hitt et al., 1997; Rumelt et al., 1995). Prahalad & Hamel (1990) argumentam que a competência central da empresa é de natureza interna, visando aproveitar as oportunidades externas e desenvolver vantagens sustentadas.

entidades reguladoras, pela qualidade da legislação e quadro legal adoptados e pelos elementos de natureza sociológica e cultural (Porter, 1991; Williamson, 1999)<sup>2</sup>.

Muitos dos factores são de natureza intangível. Aqueles que integram e diferenciam a organização marcam a diferença de actuação (Castânias & Helfat, 1991; Grant, 1991b)<sup>3</sup>. Por outro lado, outros que interagem a partir do exterior tornam-se difíceis ou mesmo impossíveis de controlar. Quer dizer, a organização depende dos primeiros e encontra-se à mercê dos segundos, aos quais procura reagir adoptando, para isso, medidas que lhe permitam a sua compreensão e resposta adequada, se possível, em antecipação.

Estes pontos de vista, fruto da observação do comportamento das organizações e de trabalhos realizados ao longo da actividade profissional, têm concentrado preocupações diversas, nomeadamente a vontade de aprofundar e conhecer as razões que levam as empresas a desenvolverem-se de forma tão diversa, com intuito de perceber se existem factores característicos que diferenciem aquelas de êxito.

Em diferente fase da actividade académica este tipo de preocupações levou a realizar trabalho com o propósito de entender, em particular, o fenómeno do *overtrading*<sup>4</sup>. Na ocasião, colocou-se a questão de perceber se não poderia, ao invés, ser tomado como opção de estratégia de crescimento acelerado da empresa, de outra forma mais moroso, assumido

<sup>2</sup> Para quem se preocupa com as organizações há questões que estão sempre presentes, como sejam: Porque são algumas empresas consistentemente mais rendíveis que outras? (Mehra, 1996; Rumelt *et al.*, 1991); Como se comportam as empresas? Como escolhem as estratégias? Como são geridas? (Porter, 1991); Qual o melhor modo, em geral, de organizar a empresa? Como deverá a empresa organizar-se tendo em conta que dispõe de preços e fraquezas? (Williamson (1999).

<sup>3</sup> Os investigadores têm vindo a dar destaque aos recursos intangíveis, considerando que marcam a diferença de desempenho entre empresas num mercado muito competitivo. Por exemplo, Castânias & Helfat (1991) referem que a experiência e o conhecimento detidos pela equipa de gestão de topo são um recurso estratégico; Porter (1979) refere a integração em grupo estratégico; Grant (1991 b) desenvolve teoria baseada no recurso da vantagem competitiva.

<sup>4</sup> J. Augusto Felício (1988), *Overtrading como estratégia de desenvolvimento*, dissertação de mestrado, Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa. O autor nas conclusões sistematiza o tema nos pontos seguintes: a) *overtrading* na estratégia empresarial; b) *overtrading* e fluxos da tesouraria; c) riscos estratégicos; d) *undertrading* na estratégia empresarial; e) estratégia empresarial como resultado da liderança; f) premiar a audácia (*id.*, p. 167). Nas observações finais alude-se ao facto do *overtrading* implicar com o desenvolvimento da empresa ao referir-se que "o estudo dos efeitos e consequências do fenómeno do *overtrading* é muito importante para a compreensão e explicação do desenvolvimento empresarial, necessitando de um tratamento teórico mais exaustivo e de uma verificação experimental, pela sua complexidade" (*id.*, p. 170).

Um outro aspecto importante, apreendido com a realização do estudo, tem a ver com o fenómeno inverso denominado *undertrading*, tomado como «termo novo que identifica um fenómeno cujos efeitos e consequências são do maior interesse estudar e verificar experimentalmente» (*ibidem*, p. 170).



de forma deliberada e consciente dos riscos a correr, desde que salvaguardadas determinadas condições exigentes, com efeitos finais positivos.

Em geral, trata-se de processo identificado com decisões de elevado risco, pelo facto da empresa não dispôr, nomeadamente, de recursos financeiros próprios adequados ou capacidade para os obter com certa brevidade. Tal situação reflecte-se de forma negativa nos fluxos de caixa, que o mesmo é dizer na tesouraria, sendo, por isso, em regra, considerado o *overtrading* como doença, por daí derivarem efeitos perversos.

Em muitos casos, particularmente envolvendo as pequenas e médias empresas, a atitude de apostar no crescimento acelerado da actividade, não se dispondo, para isso, de suficientes capitais permanentes, é assumida sem a noção dos efeitos negativos. Neste âmbito, é comum a situação ocasionar rupturas de tesouraria, por efeito do excessivo recurso ao endividamento de curto prazo. Está em causa, portanto, a estrutura de financiamento da empresa decorrente do tipo de fluxos financeiros e das características do endividamento (Myers, 1984; Ross, 1977)<sup>5</sup>.

As preocupações alargaram o seu âmbito pelo facto de considerar as equipas de gestão ou o gestor de topo como agentes relevantes (Hambrick et al., 1993; Boeker, 1997), ou mesmo determinantes, na acção de expansão e crescimento das organizações a par da necessidade de perceber as condições conducentes a alcançar dimensão, bem como a influência da estrutura de financiamento nos resultados ou o efeito da opção de estratégia da empresa no tipo de estrutura financeira e no desempenho.

No respeitante ao presente trabalho de investigação, as questões centram-se no papel do gestor de topo e nas opções de estratégia, quanto à sua relação com a estrutura financeira e com o desempenho das empresas em particular, assumindo-se aquelas 'dimensões' de grande

---

<sup>5</sup> A estrutura financeira é representada pelo balanço e diz respeito à empresa. A avaliação, em geral, orienta-se para a estrutura de capital e estrutura de financiamento. Myers (1984) interroga-se no sentido de saber como as empresas escolhem as suas estruturas de capital mas considera que a análise deve concentrar-se em primeiro lugar na estrutura de financiamento. Diversos autores elaboraram modelos visando determinar a estrutura de capital ótima tomando em conta o efeito do endividamento e o imposto (Miller, 1977), a vantagem do endividamento em empresa sujeita a imposto (Modigliani & Miller, 1963), a escolha do nível do endividamento como sinal da qualidade da empresa (Ross, 1977; Leland & Pyle, 1977), o endividamento como artifício *anti-takeover* (Harris & Raviv, 1988), os custos de agência do endividamento (Jensen & Mechling, 1976; Myers, 1977), a vantagem do endividamento para levar à discreção dos gestores (Jensen, 1986), o endividamento e a decisão de falência (Titman, 1984), o endividamento ótimo determinado por factores (Mello & Parsons, 1992), a acção da falência (Kim, 1978).

importância para o conhecimento do comportamento das organizações, sobre as quais continua a discussão.

Escolheu-se, portanto, tratar o tema envolvendo o comportamento e personalidade do gestor de topo (empresário), a opção de estratégia, a estrutura financeira e o desempenho, tendo em vista explicar o desenvolvimento das organizações, neste particular das médias empresas portuguesas, predominantemente industriais.

## 1.2- Razões e âmbito do estudo

Nesta linha de pensamento surgiu como natural o ensejo em compreender os factores que relacionam as características do gestor e a opção de estratégia com a estrutura financeira e, em particular, com os desempenhos financeiro e económico da empresa. Tanto mais, quanto se verifica continuar a ser este um campo pouco investigado. Zahra & Pearce II (1989, p. 317) referem haver modesta quantidade de estudos evidenciando a importância das características dos gestores (ou equipa de gestão) para o desempenho financeiro, situação que dizem surpreender devido ao facto das perspectivas baseadas na legalidade, no recurso dependente, na hegemonia de classe e na teoria da agência relevarem a sua importância<sup>6</sup>.

Neste mesmo sentido, expressam opinião Wiersema & Bantel (1992, p. 92) quando reconhecem ser área importante de investigação analisar que factores influenciam e como é que os executivos acedem e dirigem a estratégia da empresa.

Os gestores de topo influenciam a mudança e as decisões estratégicas (Boeker, 1997), a forma da organização conduzir as estratégias (Bantel & Jackson, 1989), o tipo de actividade organizacional (Rajagopalan & Datta, 1996) e os resultados da empresa (Hambrick et al., 1993), verificando-se, por outro lado, que as decisões complexas resultam em grande medida de factores de comportamento, em vez da análise perfeitamente racional baseada em informação completa (Cyert & March, 1963; Williamson, 1999). Mesmo assim, o sentido em que se exerce a influência parece não estar claramente definido quando Miller &

---

<sup>6</sup> Os autores referem aquelas diferentes perspectivas e expressam admiração pelo facto de existir pouca investigação neste campo: a) legalista (Chaganti et al., 1985; Williamson, 1964) ; b) recurso dependente

Toulouse (1986) colocam em questão o facto de não se poder estabelecer como certo se é a personalidade ou o comportamento do gestor de topo que conduz ou influencia a opção de estratégia ou se é o contrário.

A questão tem ainda outro contorno, ao reflectir-se sobre a influência da indústria na empresa, particularmente na escolha das características dos gestores que acedem ou são requisitados para os lugares de topo. Porter (1980) argumenta que as condições da indústria têm influência nas acções de gestão e nas estratégias competitivas seguidas pela empresa, assim como Rajagopalan & Datta (1996) consideram plausível que os gestores de topo sejam seleccionados para certo tipo de indústrias segundo *certas orientações cognitivas e de experiência*.

Assumiu-se, portanto, que tanto a estrutura financeira como o desempenho seriam especialmente influenciados pelo comportamento do empresário ou gestor cimeiro e pela opção de estratégia seguida pelas empresas, conforme à tipologia do agente de decisão e aos constrangimentos de diverso matiz. Definida a estrutura base do modelo, determinaram-se as variáveis em função das «dimensões-chave» identificadas, lançando mão, para isso, de trabalhos desenvolvidos por diversos autores. Além disso, no quadro do modelo ampliou-se a investigação, dada a sua importância, definindo-se dois outros grupos de relações envolvendo, por um lado, os gestores e a estratégia e, por outro, a estrutura financeira e o desempenho.

Admitiu-se, então, como propósito central verificar em que medida o desempenho da organização e a sua estrutura financeira, esta avaliada em função da estrutura de capital, da estrutura de endividamento e da estrutura de investimento, eram influenciadas pelas características dos gestores ou tipologia do gestor e pelas opções de estratégia seguidas, e, nomeadamente, averiguar se alguma das variáveis, que caracterizam aquelas «dimensões-chave», se distingue individualmente ou se, pelo contrário, as relações são justificadas por grupos de variáveis. O outro propósito tem em vista avaliar se são as mesmas variáveis que explicam as relações de influência entre as «dimensões-chave» (tipologia do gestor, opção de estratégia, estrutura financeira e desempenho) considerando diferentes actividades.

A perspectiva de admitir várias «dimensões-chave» considerou-se relevante pelo facto da evolução da organização, enquanto sistema complexo, se explicar, nomeadamente, com base na interacção de múltiplos factores. Cada uma das dimensões caracteriza-se por apreciável número de variáveis, o que obriga a utilizar diferentes modelos e técnicas e a recorrer a novas ferramentas.

Pretendeu-se desenvolver o trabalho baseado na empresa, orientando a investigação para o estudo do caso, por se entender cada organização especial, com identidade, cultura e comportamento próprios e com uma forma específica de reagir aos desafios decorrentes de oportunidades ou da adversidade. Optou-se, no entanto, por estudar grupos de empresas com afinidades centradas no tipo de actividade, para investigar as relações de influência entre «dimensões-chave», com intuito de descobrir se essa relação era ou não típica ou característica de cada um dos sectores considerados.

Admitiu-se que o tipo de actividade desenvolvida determinava, de alguma forma, as características do gestor e o tipo de estrutura financeira, independentemente da vontade ou opção do dirigente.

Numa visão mais ampla de abordagem admitiu-se, também, que o tipo de actividade das empresas determinaria as características do gestor e o tipo de estrutura financeira. Esta hipótese levaria a estudar grupos de empresas de diferente actividade e proveniências, o que não está contemplado no estudo.

O trabalho desenvolve-se centrado na verificação de relações entre variáveis agrupadas em quatro «dimensões-chave» de empresas provenientes de quatro distintos sectores de actividade da economia portuguesa.

Escolheram-se os sectores de actividade da alimentação, têxteis e confecções, química e plásticos e metalurgia e metalomecânica por três ordens de razões: (1) por se tratarem de actividades diversas; (2) por exigirem tecnologia e processos de produção diferentes; (3) pelo facto dos produtos se destinarem a distintos clientes e mercados.

### 1.3- Principais questões colocadas

Decorre do objecto do estudo verificar se as características do gestor e a estratégia seguida pelas empresas, agrupadas por sector de actividade, têm relação com a estrutura financeira e com o desempenho. Confirmando-se essas relações pretende-se conhecer as variáveis que se relacionam e o seu grau de importância, analisar em que medida se distinguem entre cada um dos sectores de actividade e, ao mesmo tempo, comprovar se existem relações-tipo previamente determináveis e quais os elementos que as justificam.

Confirmando-se aquelas relações ganha importância, então, apreender se é identificado algum tipo de personalidade característica de determinado sector de actividade. Ou seja, trata-se de verificar se as características do gestor têm alguma coisa a ver com o tipo de estrutura financeira e com os resultados alcançados pelas empresas.

Primeira questão: *Em que medida e de que forma os gestores, por disporem de personalidade própria, comportamento e outras características, influenciam a estrutura financeira e o desempenho das empresas?*

Por sua vez, pretende-se avaliar as implicações na estrutura financeira e no desempenho das empresas, derivadas das opções de estratégia tomadas, verificar o comportamento das variáveis mais relevantes e, ao mesmo tempo, se possível, as razões que sustentam essa relação, referente a cada sector de actividade e envolvendo a amostra no seu todo.

Segunda questão: *Em que medida e de que forma a opção de estratégia seguida pelas empresas influencia a sua estrutura financeira e os resultados alcançados?*

Uma outra questão, pretende confirmar e conhecer as variáveis influentes e o seu grau de importância entre a estrutura financeira e o desempenho das empresas.

Terceira questão: *Em que medida e de que forma a estrutura financeira das empresas, de determinado sector de actividade, influencia os resultados alcançados e o crescimento dessas organizações?*

Por outro lado, pretende-se verificar se existe alguma relação entre a experiência, personalidade e comportamento do empresário ou gestor e a opção de estratégia seguida pelas empresas de cada um dos sectores de actividade.

Quarta questão: *Em que medida e de que forma a experiência, o comportamento e a personalidade dos gestores cimeiros influenciam a opção de estratégia das empresas?*

Por último, procura-se avaliar se as variáveis que justificam as relações entre as quatro "dimensões-chave" das empresas de diferentes sectores de actividade e a amostra global são ou não comuns. A ideia é comprovar se algum dos elementos é característico entre sectores e comparativamente com a amostra.

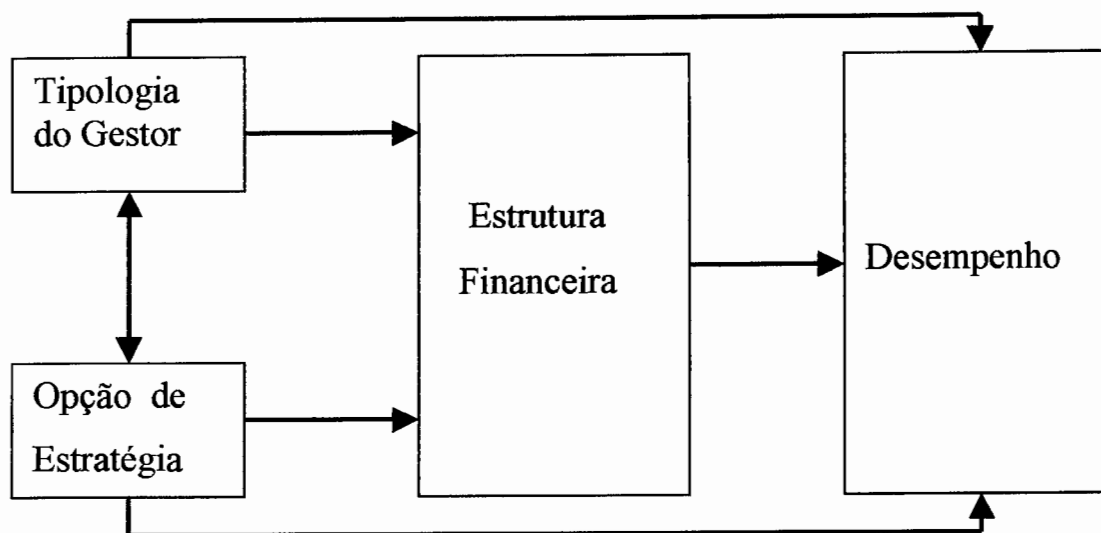
Tomando a amostra global, constituída pelas empresas desses sectores, pretende-se, da mesma forma, conhecer e avaliar aquelas relações e verificar se algumas das características são, porventura, extrapoláveis e identificadoras das empresas portuguesas.

Quinta questão: *Será que existem variáveis comuns que explicam as relações de influência entre "dimensões-chave", identificadas pela tipologia do gestor, opção de estratégia, estrutura financeira e desempenho, considerando as empresas por sector de actividade e agrupadas, constituindo a amostra global?*

#### 1.4- Objectivos do trabalho

O trabalho tem o propósito central de estudar em que medida a tipologia do gestor, identificada por características demográficas, de comportamento, de especialização e de personalidade, e as opções de estratégia seguidas, de empresas predominantemente industriais e de diferentes sectores de actividade, influenciam a estrutura financeira e o desempenho dessas organizações. Pretende, também, verificar a influência entre a tipologia do gestor e a opção de estratégia e a relação entre a estrutura financeira e o desempenho das empresas (Figura 1).

Figura 1- Dimensões-chave do modelo a investigar



Tais propósitos, baseados em pontos de vista de diferentes autores expressos na literatura científica, levaram à formulação de proposições teóricas, das quais se destacam as hipóteses de trabalho e a definição das variáveis, e à escolha de certos modelos estatísticos, tendo em conta as técnicas e instrumentos necessários utilizar, em face do número de variáveis seleccionadas.

Os objectivos centram-se nas relações entre variáveis que caracterizam cada uma das quatro dimensões-chave do modelo de investigação, ou seja, a tipologia do gestor, a opção de estratégia, a estrutura financeira e o desempenho das empresas envolvendo a amostra global e as sub-amostras correspondendo a cada sector de actividade.

Primeiro objectivo verificar quais as variáveis que melhor explicam a relação entre a tipologia do gestor e a estrutura financeira, considerando a amostra global das empresas e as sub-amostras correspondendo a cada sector de actividade.

Segundo objectivo verificar quais as variáveis que melhor explicam a relação entre a opção de estratégia e a estrutura financeira, considerando a amostra global das empresas e as sub-amostras correspondendo a cada sector de actividade.

Terceiro objectivo verificar quais as variáveis que melhor explicam a relação entre a tipologia do gestor e o desempenho, considerando a amostra global das empresas e as sub-amostras correspondendo a cada sector de actividade.

Quarto objectivo verificar quais as variáveis que melhor explicam a relação entre a opção de estratégia e o desempenho, considerando a amostra global das empresas e as sub-amostras correspondendo a cada sector de actividade.

Quinto objectivo verificar quais as variáveis que melhor explicam a relação entre a estrutura financeira e o desempenho, considerando a amostra global das empresas e as sub-amostras correspondendo a cada sector de actividade.

Sexto objectivo verificar quais as variáveis que melhor explicam a relação entre a tipologia do gestor e a opção de estratégia, considerando a amostra global das empresas e as sub-amostras correspondendo a cada sector de actividade.

Para a realização do trabalho empírico escolheram-se empresas portuguesas de média dimensão, com base no volume de vendas, reportado ao ano de 1996, seguindo o critério baseado no volume de vendas anual, situado entre os valores de 500 000 contos e 2 500 000 contos. O universo da amostra refere-se às empresas de quatro sectores de actividade. A amostra com base na qual se realizou o estudo foi constituída pelas organizações que responderam ao inquérito e que respeitaram os critérios definidos para o trabalho de investigação.

### 1.5- Sequência dos trabalhos

O trabalho de investigação segue determinada sequência metodológica, conforme aos objectivos. Desenvolve-se com base em seis pontos, correspondendo a igual número de capítulos que formam o índice do estudo.

O primeiro ponto refere-se à introdução na qual se explicitam, desde logo, as ideias centrais



que levaram à realização da investigação, as razões que justificam o trabalho e o seu âmbito, as principais questões a responder, os objectivos a alcançar com a investigação, decorrentes dos propósitos do estudo, a sequência dos trabalhos visando os objectivos e o método de investigação, no qual se explicitam os modelos utilizados e a lógica da sua articulação.

O segundo ponto diz respeito à revisão da literatura e versa essencialmente sobre algumas perspectivas da teoria da empresa centrada no seu desenvolvimento, com destaque para a teoria dos custos de transacção e teoria do recurso especializado, da teoria centrada na tipologia do gestor, da teoria centrada na estratégia, da teoria centrada na estrutura financeira, da qual se evidenciam a teoria da ordem de preferência e a teoria da agência, e, por último, da teoria centrada no desempenho. Uma vez que o objecto do estudo envolve elementos relativos à demografia, comportamento, personalidade e especialização do gestor cimeiro ou empresário e às opções de estratégia, das quais se destacam a orientação para a inovação, a orientação para a expansão, a orientação para a diversificação e a orientação para a transacção, dependendo estas, por sua vez, de decisões tomadas pelos dirigentes, ambas com implicação na estrutura financeira, identificada pela estrutura de capital, estrutura de endividamento e estrutura de investimento, e implicação no desempenho das organizações, procurou-se relevar pontos de vista de diferentes autores sobre as vastas matérias em questão.

O terceiro ponto refere-se à agenda de investigação, na qual se formulam as hipóteses de trabalho. Além disso, delimita-se a extensão da investigação e fazem-se observações sobre essa mesma agenda. Também apresenta o modelo de investigação, identificando as dimensões-chave e respectivas relações, descreve as variáveis escolhidas por cada uma das dimensões do modelo e enuncia conceitos.

O quarto ponto refere-se ao método de pesquisa e enuncia a escolha e limitações da amostra, os instrumentos de suporte e recolha de dados utilizados, bem como as técnicas utilizadas e os testes da amostra associados aos respectivos modelos estatísticos.

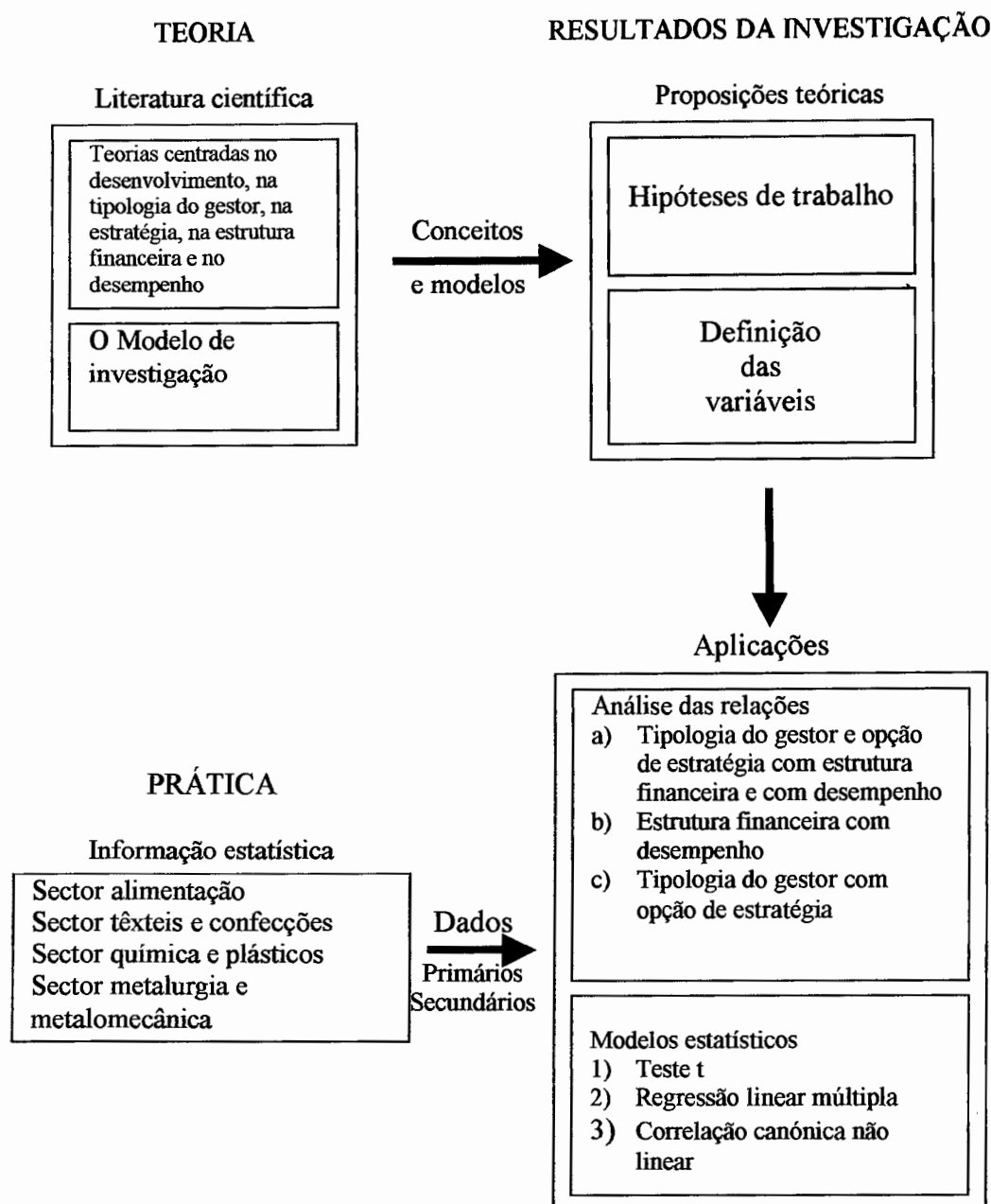
O quinto ponto envolve o apuramento e discussão em detalhe dos resultados, com vista a explicar as múltiplas relações entre variáveis, que sustentam, por sua vez, a avaliação da relação de influência, pertencendo a patamar mais geral, entre as dimensões-chave.

Por último, seguem-se as conclusões da investigação, a enunciação das limitações do estudo, as contribuições para a teoria e as recomendações quanto a futuros trabalhos de investigação.

## 1.6- Método de investigação

Do método de investigação distingue-se, no essencial, o corpo de teoria que suporta o estudo empírico. Recorre-se, para a aplicação do método, a diferentes técnicas adequadas ao modelo definido e ao tipo de variáveis a analisar. Desenvolve-se articulando quatro blocos de matéria: teoria, informação estatística, proposições teóricas e aplicações (Figura 2).

Figura 2- O método de investigação



O primeiro bloco diz respeito à teoria e contempla a literatura científica, no qual se inclui o corpo de teoria estudado e a especificação do modelo de investigação.

A literatura refere-se a teorias centradas no desenvolvimento da empresa, na tipologia do gestor, na estratégia, na estrutura financeira e no desempenho tratadas conforme à orientação seguida para o trabalho. Assim, na teoria centrada no desenvolvimento da empresa abordam-



se a teoria e pontos de vista de diferentes autores, com relevo especial para a teoria dos custos de transacção e teoria do recurso especializado.

Na teoria centrada na tipologia do gestor pretende-se apreender a forma como os gestores influenciam as organizações e destacar elementos que distinguem os gestores, no quadro de teorias da liderança, nomeadamente características de comportamento, personalidade e outras.

Na teoria centrada na estrutura financeira destacam-se pontos de vista referentes a diversos temas, nomeadamente a estrutura de capital, os determinantes da estrutura de capital, a influência da indústria na estrutura financeira, a implicação da opção de estratégia no comportamento da estrutura de capital e o efeito das perturbações financeiras na determinação da «estrutura óptima de capital». Para mais detalhe trataram-se, em particular, a teoria da ordem de preferência dos gestores quanto ao tipo de financiamento da empresa e a teoria da agência.

Na teoria centrada no desempenho colocam-se em evidência, além do ponto de vista de diferentes autores, com referência à escola clássica e à escola revisionista, as medidas de desempenho, das quais destacam-se aquelas baseadas em indicadores financeiros e económicos.

O modelo de investigação foi escolhido atendendo ao âmbito e objectivos do estudo. Da análise decorreram limitações envolvendo a amostra e o facto de se estar perante diferentes grupos de variáveis, umas do tipo métrico e outras do tipo não-métrico.

Um segundo bloco tem a ver com a informação estatística (prática) e reporta-se à escolha das empresas por sectores de actividade, universo a partir do qual se procedeu à selecção e preparação da informação estatística que constitui a amostra.

O terceiro bloco referente às proposições teóricas (resultados da investigação) envolve as hipóteses de trabalho que decorrem da literatura científica e objectivos da investigação. Inclui, também, a definição das variáveis que integram as diferentes dimensões-chave, conforme a literatura científica.

Por último, apresenta-se o quarto bloco referente às aplicações. Envolve a análise dos resultados da investigação visando verificar as relações existentes entre as diferentes variáveis que constituem as dimensões-chave em estudo e a enunciação das técnicas estatísticas utilizadas.

Em suma, do corpo de literatura científica decorrem conceitos e modelos com base nos quais se determinam as proposições teóricas. Conjugando estas proposições com os dados primários e secundários procede-se à aplicação das técnicas da qual derivam o tratamento, análise dos resultados e conclusões.

## CAPÍTULO 2- REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1- Introdução

A matéria a investigar refere-se à empresa e trata assuntos específicos envolvendo o comportamento e influência do gestor na organização, a estratégia, a estrutura financeira e o desempenho, num quadro de preocupações visando compreender o crescimento e desenvolvimento das organizações.

Para isso, recorreu-se a trabalhos elaborados nestas áreas, baseados na investigação empírica ou em textos normativos, publicados em revistas da especialidade e livros que constam da bibliografia.

Senão, vejamos o caso da teoria da empresa. Abrange amplo leque de questões, desde o seu comportamento no mercado à organização do trabalho nas mais pequenas unidades de produção. Holmstrom & Tirole (1989, p. 65) admitem que nenhum simples modelo ou teoria será capaz de captar todos os elementos do *puzzle*, nem será claro onde começa apropriadamente a análise. Noutro passo, acentuam ser difícil organizar as partes da teoria visando uma *estrutura económica coerente* tendo presente, na perspectiva de Kathleen Conner (1991, p. 123), que a principal dificuldade a identificar pela teoria da empresa reside em saber como assegurar os resultados que possibilitem o desenvolvimento e dentro de que limites, perante os problemas a resolver.

Sobre a empresa existem pontos de vista que suscitam múltiplas interrogações, o que atesta a complexidade do tema. Pretende-se, por isso, acrescentar contributos que permitam verificar relações e desenvolver outros pontos de vista e metodologia, também, visando compreender e explicar melhor diferentes aspectos da empresa e o seu todo, de forma integrada. Nesta ordem de ideias, Conner (*id.*, p. 123) retoma, desde logo, duas das questões centrais, ainda sem resposta, saber *porque existem as empresas (os seus propósitos) e o que determina a sua dimensão e expansão*<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> No texto original coloca-se a questão seguinte: *What determines their scale and scope*. As expressões *scale and scope* aparecem com frequência, nomeadamente, no trabalho realizado por Alfred Chandler (1990). Economias de escala (*economies of scale*) ou economias de dimensão referem-se às economias obtidas pelo facto de determinada unidade de produção ter aumentado a capacidade de produção e passar a fabricar maior

Não há apenas uma resposta, o que cria dificuldades que são, ao mesmo tempo, um incentivo para continuar as investigações nos diversos campos, com vista a delinear orientações por forma a entender o sentido e evolução das organizações, a reflectir sobre a dimensão e forma como se estruturam, a compreender a acção e papel dos dirigentes e a conhecer as opções decorrentes dos objectivos e recursos disponíveis face às oportunidades e ao comportamento do mercado.

Sobre a empresa existem diversas teorias, das quais enumeram-se, nomeadamente: teoria neoclássica (Coase, 1937, 1960; C. Barnard, 1938; H. Simon, 1947); teoria da diversificação (E. Penrose, 1959); teoria do crescimento (E. Penrose, 1959; Marris, 1961; Cyert & March, 1963; Chandler, 1990, 1992); teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976; Jensen & Ruback, 1983; Holmstrom, 1977; Hart & Holmstrom, 1987); teoria dos direitos de propriedade (Coase, 1960; Grossman & Hart, 1986; Hart & Moore, 1990); teoria do recurso especializado (E. Penrose, 1959; Teece, 1982; Wernerfelt, 1984; Barney, 1986); teoria do recurso dependente (Pfeffer & Salancik, 1978); teoria da organização (C. Barnard, 1938; H. Simon, 1947; Ouchi, 1980; Pfeffer, 1981; Perrow, 1986); teoria da contingência (Chandler, 1962; Woodward, 1965; Burns & Stalker, 1961; Emery & Trist, 1965); teoria do comportamento organizacional (Cyert & March, 1963; Nelson & Winter, 1982); teoria da economia dos custos de transacção (Coase, 1937; Williamson, 1975, 1985); teoria da empresa multi-produtos (Teece, 1982); teoria evolucionista (Nelson & Winter, 1982; Barnett & Carroll, 1993); teoria da eficiência (Chandler, 1962; Galbraith, 1973); teoria institucional (Scott & Mayer, 1983; DiMaggio & Powell, 1983, 1991; Scott, 1987, 1995; Oliver, 1991; Greenwood & Himings, 1996).

---

quantidade com a mesma estrutura e recursos, conseguindo, com isso, ganhos de produtividade; economias de expansão (*economies of scope*) referem-se às economias obtidas pelo facto de se associarem sob a mesma direcção diferentes unidades de produção ou distribuição, derivando daí ganhos de sinergia provenientes, por exemplo, da utilização dos mesmos processos ou sistemas, equipamentos e aptidões, seja ao nível da unidade de fabrico ou da empresa (*idem.*, p.17).

A economia de expansão pode ser entendida ao nível da unidade de produção (por exemplo, realizar mais e diferentes produtos com o mesmo equipamento e estrutura) e ao nível da empresa (por exemplo, expandir as suas actividades para diferentes mercados mantendo a mesma estrutura).

Williamson (1981, p.1547), em nota pé de página, esclarece que as economias de escala (*scale*) respeitam à redução da média de custos associada com o aumento da produção numa simples linha comercial; recorre a Panzar & Willig (1981) para definir que economias de expansão (*scope*) são realizadas 'onde é menos dispendioso combinar duas ou mais linhas de produtos numa empresa em vez de os produzir separadamente'.

Face a tão vasta panóplia de teorias concentraram-se esforços naquelas que mais directamente dizem respeito aos propósitos e que abordam os temas do nosso estudo, ou seja, referentes a assuntos envolvendo o desenvolvimento das organizações e que se relacionam com os gestores, a estratégia, a estrutura financeira e o desempenho.

A abordagem inicia-se visando perceber questões sobre a existência da empresa e sobre as razões que determinam o seu desenvolvimento. Reconhece-se que as empresas necessitam de estruturas cada vez mais complexas, essenciais para a sua organização, o que acarreta custos crescentes que, no entanto, não obstam à sua proliferação, a ponto da empresa se ter transformado num dos principais paradigmas da sociedade moderna. É o que trata, em primeiro lugar, o capítulo sobre teoria centrada no desenvolvimento da empresa.

Ainda neste âmbito, entendeu-se analisar a teoria dos custos de transacção e a teoria do recurso especializado. Aquela teoria foi escolhida porque o comportamento oportunista dos gestores e os diferentes custos de transacção têm implicações, especialmente na estratégia, na estrutura financeira e no desempenho da empresa. A teoria do recurso especializado foi escolhida porque a necessidade em assegurar condições de vantagem competitiva, com efeitos nomeadamente no desempenho, face à enorme competição e dinâmica dos mercados, exige que a empresa disponha de recursos e capacidades, cada vez mais complexos, como forma de retardar ou evitar a sua imitabilidade. No final apresentam-se contributos para o estudo referentes aos diversos pontos de vista.

Em segundo lugar, trata-se teoria centrada na tipologia do gestor, visando, sobretudo, analisar características e factores do comportamento ou outros, que evidenciem influência na formulação da estratégia, na estrutura financeira e no desempenho. Para isso, apresenta-se a perspectiva de diferentes autores expondo-se, no final, contributos para o estudo.

Em terceiro lugar, desenvolve-se teoria centrada na estratégia, segundo a perspectiva de diferentes autores. Trata-se de conceito complexo que decorre duma escolha baseada em requisitos de aptidão do gestor, com influência, nomeadamente, na estrutura financeira e no desempenho da empresa. Dos pontos de vista apresentados ressaltam o processo de «fazer estratégia», estreitamente ligado aos gestores cimeiros, e as escolas de pensamento, visando o estabelecimento de quadros de referência. Da mesma forma, no final apresentam-se



contributos para o estudo.

Em quarto lugar, apresenta-se teoria centrada na estrutura financeira da empresa, representada pelo seu balanço. Com o tema referem-se, nomeadamente, os conceitos estrutura de capital, estrutura de financiamento e estrutura de endividamento. Tratam-se, também, neste ponto, a teoria da ordem de preferência (ou hierarquização do financiamento), dada a influência que as espécies de financiamento e a sua hierarquização, decorrente de opções de decisão, têm no tipo de estrutura financeira e no desempenho da empresa, e a teoria da agência, especialmente porque envolvendo as relações de interesse entre accionistas ou proprietários e os gestores, decorre daí influência na estrutura financeira. Termina-se a abordagem apresentando os principais contributos para o estudo.

Em quinto lugar, apresenta-se teoria centrada no desempenho, da qual se evidenciam factores de influência e critérios de escolha, visando a adequação de indicadores de medida, conforme aos objectivos. Colocam-se em destaque duas escolas de pensamento, possibilitando melhor avaliação e enquadramento. Pelo facto de existirem e serem adoptados os mais diversos indicadores optou-se por relevar os meios utilizados. A concluir expressam-se os contributos para o estudo.

Por último, destacam-se conclusões sobre a matéria versada na revisão da literatura encerrando com um ponto de síntese.

## 2.2- Desenvolvimento da empresa

### 2.2.1- Teoria e pontos de vista de diferentes autores

Holmstrom & Tirole (1989, p. 65) consideraram quatro interrogações centrais para a discussão da teoria da empresa, a saber: 1) O que determina os limites da empresa e o que explica a sua existência? 2) O que determina a estrutura de capital da empresa? 3) Como é que o proprietário, separando-se do controlo, afecta os objectivos da empresa? 4) Como se estrutura a hierarquia e quais as regras da tomada de decisão na empresa e a natureza da recompensa dentro da hierarquia? Argumentam que muitos modelos, por serem construções

abstractas e com determinada orientação metodológica, dizem um pouco de todas as questões em vez de muito sobre uma. Aliás, o que se verifica quando diversos autores discutem cada uma das teorias atribuindo-lhes, consoante o seu ponto de vista, a relevância que entendem, (Katheleen Conner, 1991; Datta *et al.*, 1991; Thornton & Tuma, 1995; Rumelt, Scendel & Teece, 1991; Oliver Hart, 1989).

Ronald Coase (1937, p. 19), pioneiro no estudo das organizações, colocou a questão básica de saber *porque existem as empresas*. A resposta expressa claramente que existem para eliminar as dificuldades do controlo da produção, realizado pelo mecanismo de preços das transacções no mercado, assumindo-se o empresário como coordenador directo dos recursos necessários à produção. Bastante mais tarde, Williamson (1981, p.1540) observa ser o estado da teoria da empresa insatisfatório, reconhecido já em 1937 por Coase, nomeadamente quando se refere à razão de ser da empresa, e argumenta que a organização tem sentido pelo facto de *existirem custos devido ao uso do sistema de preços*. Chandler (1992, p. 483), mais recentemente, retomou a questão de saber *o que é uma empresa*, referindo que o tema diz respeito, sobretudo, à teoria económica. Reforça esta lógica recorrendo, para isso, a uma outra questão colocada, também, por Coase (1937), a de que a teoria aceitou assumir que a coordenação dos fluxos de mercadorias e serviços é feita através do mecanismo de preços. Se é assim, lança, então, a pergunta de saber *porque é necessária tal organização*. Observa, neste sentido, que a tarefa deve orientar-se por forma a descobrir a razão porque a empresa aparece por todo o lado e se desenvolve cada vez mais numa economia de trocas especializadas.

Katheleen Conner (*op. cit.*, p.130) argumenta ter sido Ronald Coase (1937, 1952) pioneiro na introdução da noção de que as empresas e as trocas no mercado são métodos alternativos para a coordenação da produção, relevando que a marca distintiva da empresa deriva da extraordinária acção do mecanismo de preços. Razão porque, para compreender a existência da empresa, na prática, terá de tomar-se como base a forma como é efectuada a escolha entre alternativas.

Outros autores asseguram que mercados e empresas são instrumentos alternativos ou estruturas de gestão para completar um grupo de contratos (Seth & Thomas, 1994, p. 180). Referências do mesmo tipo são feitas por Penrose (1980, p. 197) ao argumentar que

mercados e empresas são instituições em interacção, cada uma sendo necessário para a existência da outra, ambas tendo como função a atribuição de recursos. Neste mesmo sentido, Williamson (1981, p. 1541) reforça o facto de Coase, pioneiro nestas matérias, em 1937, ter reconhecido expressamente que as empresas e os mercados são modos alternativos de organizar a actividade económica.

Existem, portanto, duas formas de coordenação da actividade económica, uma que se realiza no mercado e outra que se realiza na empresa. Fora da empresa os movimentos de preços conduzem a produção, por sua vez, coordenada por uma série de transacções realizadas com o mercado. Na empresa estas transacções de mercado estão eliminadas e no papel da estrutura de trocas complexas realizadas no mercado surge *o empresário-coordenador que dirige a produção* (Coase, 1937). Numa economia de trocas a repartição dos recursos «organizados» é assegurada pelo sistema de preços, refere Ravix (1990, p. 205).

Retomando Conner (*op. cit.*, 130/131), este autor argumenta que no âmago da análise de Coase se observa o aparecimento de alguns custos derivados do mercado, pelo que a constituição de uma organização permitindo alguma autoridade ('empresário') para dirigir os recursos, possibilita poupar, neste caso, certos custos de *marketing*, considerando-se, por outro lado, como particularmente importantes os custos, com a negociação de contratos para a aquisição de recursos (*inputs*).

Sendo assim, as empresas existem para evitar (economizar) os custos de gerir as mesmas trocas entre contraentes autónomos. Empregando a análise marginal (tradução livre)<sup>8</sup>, *uma empresa deveria tender a expandir-se até os custos de organizar uma transacção extra dentro da empresa se tornarem iguais aos custos de realizar, de algum modo, a mesma transacção no mercado livre ou organizar, aos mesmos custos, numa outra empresa* (Coase, 1937, 1952).

Alfred Chandler (*op.cit.*, p. 483) expressa que os economistas deverão concordar em considerar a empresa caracterizada por quatro atributos: 1) como entidade legal, na medida em que estabelece contratos com os fornecedores, distribuidores, empregados e muitas vezes com os clientes; 2) como entidade administrativa, dada a necessidade da equipa de gestores

---

<sup>8</sup> Os textos colocados em itálico são os da obra referenciada. Sempre que se trate de documento escrito noutra língua que não o português a tradução é livre e da responsabilidade do autor.

coordenar e controlar as diferentes actividades; 3) como *pool* de saberes, facilidades físicas e capital disponível; e, 4) como instrumento de produção, distribuição de mercadorias e serviços e instrumento de planeamento para atribuição da futura produção e distribuição.

Nesta mesma linha de pensamento, Richard Nelson (1995, p. 247/248) elabora o texto intitulado, *Porque são as empresas diferentes e que importância tem?* Da mesma forma, a resposta retira-se desse trabalho quando se considera que as empresas são discricionariamente<sup>9</sup> diferentes dentro duma indústria e ganham importância por serem diferentes os contextos onde operam, nomeadamente no que respeita ao factor preço, às disponibilidades tecnológicas e ao mercado de produtos. Parece não haver dúvida que as empresas diferem em termos das suas culturas e estas diferenças inquestionavelmente afectam o desempenho, mas não sabemos de nenhum caminho para medir as políticas chave, os processos de gestão ou os factores de personalidade que formam a cultura das empresas (Buzzell & Gale, 1987)<sup>10</sup>.

A resposta às diversas questões conduz a considerar a empresa como uma das formas de organizar a actividade económica, devido a vantagens derivadas do facto de se conseguirem custos mais baixos de produção, em consequência da optimização dos recursos, e à necessidade de se coordenarem as operações, o que de outra forma teria custos mais elevados. Para isso, torna-se indispensável dispor de uma organização e assegurar uma autoridade que contrate os recursos e proceda ao controlo das operações de fabrico e colocação dos produtos e serviços no mercado.

Por outro lado, as empresas têm importância e distinguem-se consoante o sector económico onde operam, por serem influenciadas pelo tipo de actividade que exercem. Também, são diferentes consoante a forma como se organizam e o diverso tipo de recursos utilizados, nomeadamente tecnológicos, aptidões e capacidade humanas, sistémicos e outros.

---

<sup>9</sup> Discricionário significa implicar um certo desprendimento de constrangimentos que permite às empresas que diferem em certos aspectos importantes ser viáveis nalguns contextos económicos, sendo algumas dessas diferenças o resultado de estratégias diferentes usadas para guiar as tomadas de decisão aos vários níveis da empresa. Por outro lado, não significa que o que a empresa é e faz é firmemente controlado pelo decisor cimeiro (Nelson, 1995, p.248).

<sup>10</sup> Citado em nota pé de página por Hansen & Wernerfelt (1989, p. 399).

A discussão sobre a existência da empresa envolve diferentes conceitos, intrínsecos à sua própria realidade, que é preciso considerar, tais como, crescimento<sup>11</sup>, dimensão<sup>12</sup>, expansão<sup>13</sup> e evolução<sup>14</sup>. Verifica-se, contudo, aparecerem as mais diversas definições expressam, de alguma forma, os pontos de vista e propósitos dos respectivos autores.

Martin Slater, na introdução à segunda edição do texto de Edith Penrose<sup>15</sup>, introduz o conceito referindo que *a empresa*<sup>16</sup>, *na teoria neoclássica tradicional, é simplesmente uma construção teórica, pois é efectivamente definida como uma curva de custo e uma curva da procura, em que a teoria deriva da combinação da lógica do preço óptimo com os recursos disponíveis*. Noutro passo refere que, *Penrose não está preocupada com aquele conceito; a sua preocupação é com as empresas reais, organizações de pessoas com controlo administrativo sobre os activos produtivos e cujo campo de operações não é limitado aos mercados particulares. O crescimento destas organizações é qualitativamente um fenómeno diferente do simples aumento da produção da empresa neoclássica*.

Estas considerações derivam do facto de se pretender abordar o crescimento da empresa com objectividade e, por isso, tanto quanto possível, de forma adequada à realidade das

<sup>11</sup> Crescimento da empresa compreende, nomeadamente o aumento do volume de produção e dos activos. É um processo e tem a ver com a atribuição de recursos (organização administrativa e outros) (Penrose, 1980, p.88). A longo prazo o crescimento não depende tanto da eficiência com que a empresa é capaz de organizar a produção mas de competências face à mudança, à incerteza e à concorrência (*id.*, p. 137). Associa-se a taxa de crescimento com limites dependentes dos novos campos em que pode entrar.

<sup>12</sup> Dimensão da empresa compreende a capacidade para produzir em grandes quantidades e utilizar recursos de escala. É um estado (*id.*, p. 88).

A dimensão óptima de uma empresa corresponde a uma estrutura suficientemente grande para dispor de vantagem em todas as economias de dimensão mas não tão grande que se transforme em deseconomias líquidas de dimensão (*id.*, p.95).

A dimensão mínima só existe para empresas incapazes de adaptar a sua estrutura de gestão. Não há limites à dimensão absoluta (*id.*, p.138).

<sup>13</sup> Expansão da empresa compreende o alargamento de capacidades internas, recorrendo a activos ou aptidões, ou externas visando a ampliação da actividade para novos mercados, sejam produtos ou serviços. Envolve, nomeadamente o fabrico de distintos produtos para diferentes mercados, a ampliação ou criação de novos processos de produção ou a colocação de unidades empresariais em distintos mercados (expansão geográfica). O envolvimento de diverso tipo de fábricas exige serviços de gestão experientes (*id.*, p.207). São métodos para assegurar a expansão as aquisições, fusões e a auto expansão sendo determinada pela disponibilidade de recursos (trabalho, tecnologia e novos activos) e propósitos de investimento. Neste caso, conota-se com crescimento. Expansão = f (recursos próprios, custo de outros recursos, oportunidades, aptidões de gestão) (*id.*, p.216). A taxa de expansão refere-se à organização administrativa e ao planeamento (*id.*, p.45). A limitação da taxa de expansão depende de nalgum momento a empresa não adquirir algum factor de expansão.

<sup>14</sup> Evolução de uma empresa associa-se a critérios de natureza qualitativa. Compreende capacidades da organização para aperfeiçoar métodos, processos e sistemas dotando-a sucessivamente de melhores condições para reagir e se adaptar ao contexto. No limite mínimo a evolução envolve as condições que salvaguardem a sobrevivência. Há diferentes teorias da evolução. Pode equivaler a desenvolvimento, ou seja, a uma sequência dinâmica de mudança no tempo (Van de Ven & Poole, 1995, p. 518).

<sup>15</sup> *Idem, op. cit.*

<sup>16</sup> Do léxico anglo-saxónico o termo *firm* traduz-se para empresa, denominação que se utiliza ao longo do texto.

organizações. Esta é a base a partir da qual Penrose desenvolve os seus postulados. No entanto, quando introduz o tema do crescimento, no quadro da teoria da empresa neoclássica<sup>17</sup>, considera que *a teoria do crescimento tem a ver com o aumento da produção de determinados produtos, correspondendo a 'dimensão óptima' da empresa ao ponto mais baixo da curva do custo médio desses produtos. A questão que limita a escala (scale) ou dimensão prende-se com a questão que limita a capacidade de produzir um dado produto ou produtos, referenciada aos custos e rendimentos, na base dos quais se determinam escalas usadas para representar a empresa* (Penrose, 1980, p. 11).

Mais adiante (*id.*, p. 32), vem indicar, então, que *a teoria do crescimento da empresa visa essencialmente examinar a alteração quanto à oportunidade de produção*, acrescentando que, *para encontrar um limite ao crescimento ou uma restrição à taxa de crescimento a oportunidade de produção da empresa deve ser demonstrada, uma vez que pode ser limitada nalgum período*. Para clarificar o que se entende por limite ao crescimento, Penrose (*id.*, p. 43) sustenta a explicação em três razões, ou seja, nas aptidões de gestão, no mercado de produtos ou factores e na incerteza e risco. Entende-se que se trata do crescimento orgânico, uma vez que deriva das condições intrínsecas à empresa. Contudo, o crescimento pode realizar-se recorrendo a operações de fusão ou aquisição de outras organizações, derivando daí crescimento externo.

Neves (1993, p. 105/106) esclarece que crescimento orgânico e crescimento externo (fusões e aquisições (F&A)) correspondem a estratégias alternativas, não mutuamente exclusivas no que respeita aos investimentos implicados. Algumas circunstâncias devem recomendar o crescimento orgânico, enquanto noutras deve ser apropriado recorrer às fusões e aquisições. Ambas as formas de crescimento realizam o seu papel e influenciam o desempenho.

*A empresa é uma organização administrativa, dotada de recursos de produção próprios, com o propósito geral de organizar a utilização desses recursos e daqueles outros adquiridos no exterior, para a produção e venda de bens e serviços com lucro* (Penrose, *op. cit.*, p. 31). Num esforço para explicitar o conceito considera, por sua vez, a empresa como uma unidade administrativa autónoma de planeamento, dispondo de uma direcção de gestão

<sup>17</sup> A teoria neoclássica compreende a empresa como um conjunto de planos de produção realizáveis. Neste caso, um gestor superintende este conjunto de produção para comprar e vender *inputs* e *outputs* no mercado

central e actividades inter-relacionadas, coordenadas por políticas estruturadas consoante os seus efeitos, formando um todo. O interesse por referir estas definições decorre do facto de Penrose fazer questão de relevar o papel dos serviços de gestão e da equipa de gestores, a tal ponto de noutro passo admitir que *os planos de expansão da empresa deverão ser limitados pela experiência do grupo de gestores* (id., p.49) e que a própria *capacidade de gestão é ela limitadora da expansão da empresa* (id., p.61).

Nesta mesma linha de ideias, Chandler (1990, p. 15)<sup>18</sup> refere que a *empresa (industrial) compreende diferentes unidades de operação, cada uma com as suas condições específicas e pessoal próprio, em que a combinação de recursos e actividades é coordenada, controlada e realizada por uma hierarquia de gestores médios e cimeiros*. As referências à empresa têm de entender-se segundo as perspectivas da teoria estática e alternativamente da análise dinâmica, a partir das quais se avalia a teoria do crescimento.

Slater (*op. cit.*, p.x) comentando o trabalho de Penrose (1959) destaca três importantes contribuições: a) a noção de dimensão óptima da empresa; b) o crescimento através da diversificação de produtos e da expansão para diferentes mercados; e, c) o *efeito Penrose*. Neste sentido, Martin Fransman (1994, p. 742 e p. 744) considera que a mais importante contribuição de Penrose para a teoria da empresa envolve a introdução do conceito de *oportunidade de produção*, entendendo-se este, por um lado, como a chave determinante do crescimento em geral e, por outro, como *origem e explicação para o crescimento da grande empresa moderna*, entendida no âmbito do conceito de Chandler, ou seja, *como uma colecção de aptidões organizacionais dinâmicas* tidas como fonte de *competitividade*.

A teoria estática da empresa<sup>19</sup> assenta no conceito que explicita que a média da curva de custos a longo prazo, ao nível da produção, tem a sua forma em U, donde se retira a noção de dimensão óptima como correspondendo ao ponto mais baixo da curva. Contudo, a evidência

---

*spot* e escolher o plano que maximiza o bem estar dos proprietários. Esta é uma caricatura da empresa moderna (Hart, 1989, p. 1758).

<sup>18</sup> Chandler atribui aos gestores um papel relevante quanto às capacidades organizacional e de desenvolvimento da empresa. Neste sentido, expressa indicações quanto à determinação do número de gestores necessários referindo, nomeadamente, que 'o que determina o número de gestores intermédios e cimeiros é a natureza das tarefas e a complexidade das organizações derivada da dimensão dos activos, das condições de mercado e das aptidões'. Mais refere, (id., p.8, adaptado), serem as capacidades organizacionais (funcional e estratégica) que propiciam as condições para assegurar a continuação do crescimento da empresa, favorecendo a expansão para novos mercados e a diversificação e desenvolvimento de novos produtos competitivos.

<sup>19</sup> A teoria estática da empresa admite que as condições em que opera se mantêm estáveis por períodos consideráveis de tempo e com recursos otimizados.

empírica não confirma a proposição referente às deseconomias de escala, embora no caso das deseconomias de escala tecnológicas, decorrentes da possibilidade de expansão das operações por múltiplas unidades de produção, o efeito possa ser compensado. Este facto cria dificuldades ao nível da gestão das empresas de maior dimensão, uma vez que a introdução daquelas deseconomias acarreta problemas de gestão. Na prática, são ultrapassados recorrendo-se a modelos de eficiência para assegurar elevados resultados e a continuação do crescimento, aos quais estão associados custos que determinam a dimensão da empresa (Penrose, 1959).

Chandler (*op. cit.*, p.27/28) retoma a problemática da dimensão óptima da empresa argumentando que esta apenas se pode considerar ao nível da unidade de produção por depender da existência de procura e do potencial de produção da tecnologia instalada. Caracteriza, contudo, que *a dimensão óptima da fábrica tem a ver com a dimensão que permite maior eficiência à unidade fabril, num dado momento e lugar*. No entanto, esclarece, também, que *muitas empresas são constituídas por várias unidades fabris, com o propósito de encontrar a dimensão óptima necessária para responder às exigências da procura, particularmente em mercados em crescimento*. E, continua referindo que *a preocupação quanto às decisões de saber onde e quando construir uma unidade de produção envolve questões complexas pelo facto de tanto as tecnologias como os mercados mudarem muito rapidamente, sendo, por isso, complexas as relações entre a dimensão eficiente da fábrica e a dimensão eficiente duma empresa com várias fábricas*.

A análise dinâmica da empresa pressupõe a necessidade de diversificar os produtos (fabrico de novos produtos) e de se expandir para diferentes mercados que possam crescer sem ter de aceitar mais baixos rendimentos marginais, por forma a assegurar rendimentos constantes, no quadro dos efeitos provenientes da lei da oferta e da procura. No entanto, *a longo prazo não há dimensão óptima*, enuncia Slater (*op. cit.*, p.xi) referindo-se a Penrose. E, acrescenta, recorrendo a Schumpeter (1976)<sup>20</sup>, que *a concorrência na sua essência se insere no processo dinâmico onde os vencedores crescerão e os perdedores sucumbirão*, pois *a natureza do sistema capitalista não permitirá o equilíbrio estático por muito tempo* (*id.*, *ibid.*, p.xxiv/xxv). A mudança é, portanto, uma característica essencial do sistema competitivo, não

---

<sup>20</sup> Esta referência ao poder de regeneração das empresas por morte de outras face à concorrência é conhecido pelo 'processo de destruição criadora' da autoria de Schumpeter.



se podendo compreender o comportamento das empresas e da indústria a não ser num contexto dinâmico.

Retomando a noção de diversificação, Mahoney & Pandian (1992, p. 366) referem, baseando-se também em Penrose, que *há um «circulo virtuoso» no qual o processo de crescimento necessita de especialização mas a especialização necessita de crescimento e diversificação, para a completa utilização dos serviços produtivos*. Assim, a especialização induz a diversificação, assentando a tese no princípio de que existe uma taxa de crescimento óptima da empresa, envolvendo um balanço entre a exploração dos recursos existentes e o desenvolvimento de novos recursos.

Noutra perspectiva, reconhece-se que as empresas procuram as formas que permitam a maximização dos resultados a longo-prazo, pelo que resultados e crescimento devem ser tomados de forma idêntica como objectivos da empresa (Penrose, *op. cit.*, p.30). No entanto, *a longo prazo taxas de crescimento mais elevadas exigem mais elevados níveis de retenção de resultados* (Slater, *op. Cit.*, p.xx). John Williamson (1966), continuando a seguir Slater (*id.*, p.xvi), pressupondo o mesmo princípio, refere que para *maximizar o crescimento e maximizar os resultados deverão ambos, de facto, assegurar os preços segundo os princípios da maximização dos resultados, desde que sejam os resultados elevados o requisito para assegurar o maior crescimento*.

Admitindo ser importante compreender o crescimento<sup>21</sup>, Chandler (*op. cit.*, p. 36/37) comprova no seu trabalho, orientado especialmente para a compreensão das grandes empresas industriais, que aquele se deve aos investimentos na produção e nos processos de distribuição e à existência de uma hierarquia de gestão. Vai, no entanto, mais longe quando, no seu ponto de vista, enuncia quatro estratégias para assegurar o crescimento das empresas. Duas dessas estratégias agrupa-as no que admite serem estratégias de índole defensivas, caso das fusões e aquisições, por proporcionarem a combinação ou integração horizontal e o fabrico de produtos devido ao acesso a factores de produção realizando-se, deste modo, a integração vertical. As duas outras são de índole ofensivas, identificadas como estratégias de

<sup>21</sup> Tanto E. Penrose como A. Chandler preocupam-se em explicar as razões que estão na base do crescimento das empresas. Contudo, há que distinguir o facto de E. Penrose desenvolver os seus trabalhos sobre a teoria do crescimento da empresa em geral enquanto A. Chandler se devota a explicar a origem e o crescimento das grandes empresas, multiprodutos e multidivisionais conhecidas, hoje, como empresas multinacionais, referência feita por M. Fransman (1994, p.743).

*scope* (expansão), casos da expansão geográfica e do fabrico de novos produtos com base na investigação e na inovação tecnológica.

Qualquer destas diferentes estratégias conduzem a encarar a política de crescimento da empresa baseada na política de investimento à qual corresponde uma política de financiamento, naturalmente com incidências no tipo de estrutura financeira da empresa<sup>22</sup>. Vai, também, neste sentido a afirmação de Penrose (*op. cit.*, p. 30) quando expressa que *aumentar os rendimentos a longo prazo é equivalente a aumentar a taxa de crescimento a longo prazo, pelo que, em consequência o crescimento e os rendimentos são objectivos centrais da empresa. Há, no entanto, outros objectivos importantes não associados directamente à aptidão para alcançar rendimentos, nomeadamente, o poder, o prestígio, o reconhecimento público ou o mero gozo pelo jogo.*

Quanto ao *efeito Penrose* este evidencia que o que determina a dimensão da empresa, em cada momento, é o aumento dos custos de crescimento derivados da necessidade de proceder ao recrutamento de novos gestores para aumentar o potencial de crescimento da empresa, referem Mahoney & Pandian (*op. cit.*, p.366).

Slater descreve que *embora haja a possibilidade de obter retornos constantes a longo prazo estes são alcançados apenas quando se verifica a adaptação perfeita de todos os recursos disponíveis, em face de uma dimensão particular, o que não será possível no curto prazo se certos recursos disponíveis são difíceis de fazer variar. Assim, a empresa é impedida de crescer muito rapidamente, porque há um custo acrescido associado ao crescimento rápido. Ênfase particular é colocada nas dificuldades de aumentar os recursos disponíveis para o desempenho de gestão.*

Verifica-se, por outro lado, que as decisões tomadas pelos gestores individualmente são influenciadas: 1) pela *forma como ajustam e interpretam o mundo* (Finkelstein & Hambrick, 1990); 2) pelas *decisões tomadas no passado por outros gestores e respectivas assunções acerca das decisões que deverão ser tomadas no futuro* (Slater, 1980); 3) pelas *variáveis demográficas* (Pfeffer, 1983); e, 4) pelas *próprias bases cognitivas do gestor* (Wiersema &

<sup>22</sup> Na introdução à segunda edição do livro de E. Penrose (1959) há uma ideia de grande alcance relativa à política de endividamento expressando que as empresas estarão indisponíveis para se financiarem totalmente

Bantel, 1992). Ou seja, os projectos reflectem a acção dos gestores sobre a organização, nomeadamente quanto ao tipo e volume dos investimentos, na medida em que para diferentes actividades são exigidas distinta tecnologia, aptidões e estruturas.

Chandler (1990, p. 8) procurou compreender e verificar as razões e implicações da escala (*scale*), aqui identificada como dimensão, e da expansão (*scope*) das organizações para o seu desenvolvimento. Expressou que aqueles atributos resultariam da regularidade, aumento do volume e maior velocidade do fluxo de mercadorias e materiais devido à utilização de novos sistemas de transporte e de comunicação e aos novos e melhorados processos de produção, ou seja, no ponto de vista da escola de Chicago, o resultado da eficiência. *Se a empresa tem ganhos de eficiência crescerá, caso contrário reduzir-se-á por força da acção da concorrência sobre as fontes de vantagem competitiva da empresa*, citado por Conner (*op. cit.*, p.129/130). Identifica depois as causas do desenvolvimento da moderna empresa industrial considerando depender da conjugação dos investimentos, a) em tecnologia, b) em *marketing* e distribuição e c) em gestão, através do recrutamento e treino dos gestores. Noutro passo, argumenta que daquela forma conseguir-se-iam aproveitar as condições de vantagem competitiva, i) na óptica do mercado, através do preço, ii) na perspectiva da sua funcionalidade, melhorando os produtos, processos de fabrico, sistemas de *marketing* e as relações de trabalho e, iii) pela transposição estabelecida entre empresa e mercado, adoptando o processo estratégico como forma de ganhar velocidade de resposta e eficácia e de melhorar a eficiência face aos concorrentes<sup>23</sup>.

Cada vez mais os negócios são complexos obrigando os gestores a fazer opções e a tomarem decisões muitas vezes difíceis. Reconhece-se serem dotados de características que influenciam os resultados, de uma ou outra forma. Desse conjunto de atributos, a ter em conta, salientam-se, nomeadamente, as condições demográficas de idade, educação, especialização educacional e experiência entre outras e as particularidades de personalidade como os valores pessoais e o estilo cognitivo próprio de cada indivíduo.

Por causa de constrangimentos associados a características dos gestores, a empresa nem sempre é capaz de aproveitar todas as oportunidades rendíveis que surgem. Deve, então,

---

por capitais próprios porque a longo prazo as taxas de crescimento exigirão mais elevados níveis de retenção de resultados (Slater, 1980, p.xx).

*concentrar-se nas oportunidades que presume ter possibilidades de aproveitar, de acordo com os recursos disponíveis, em ordem a dimensionar melhor as oportunidades. Embora a gestão seja considerada a principal limitação ao crescimento da empresa, com Penrose a acreditar claramente que o problema da gestão predominará, há, no entanto, outras limitações, como seja o processo de diversificação, nomeadamente, por exigir despesas de pesquisa necessárias ao esforço inicial de *marketing*, por alterar o processo de produção ou por vender os produtos a custos inicialmente mais altos que os seus concorrentes, até ganhar experiência (Slater, op. cit., p.xii).*

Chegados a este ponto da abordagem, envolvendo os vários contributos derivados da investigação, fica-se com visão ampla dos problemas colocados ao desenvolvimento das organizações. Torna-se, contudo, necessário considerar o quadro de factores, atributos e circunstâncias que explicitem melhor a razão de ser e a forma como se organizam e desenvolvem as empresas.

Chandler (1992, p. 488), por exemplo, releva das teorias da empresa a necessidade de tratar especialmente a teoria neoclássica, a teoria do agente-principal, a teoria da economia dos custos de transacção e a teoria evolucionista. Argumenta, no entanto, que as duas primeiras teorias contribuem pouco para o estabelecimento da teoria da empresa, devido *à sua actual formulação abstracta*, por ambas tomarem a empresa como entidade legal, vocacionada para contratar com agentes externos e com trabalhadores e gestores.

Seth & Thomas (1994, p.186) interrogam-se no sentido de saber se deveriam realizar-se esforços para encontrar alguma espécie de teoria integrada da empresa. Admitem que a teoria da empresa é um composto de teorias das quais referem a teoria do comportamento, a teoria evolucionista, a teoria do recurso dependente, a teoria da agência e a teoria do custo de transacção. Hamilton & Feenstra (1995, p. 54) ao aludirem ao debate sobre a natureza da empresa adiantam, desde logo, que as mais influentes interpretações incluem *a teoria da agência, a teoria do risco moral, a teoria do contrato incompleto e a teoria dos custos de transacção, todas cuidando de tratar a dimensão e estrutura da empresa como sendo contingentes nas condições de mercado.*

---

<sup>23</sup> Conner (op., cit.) introduz mesmo o conceito de eficiência mínima como correspondendo 'à dimensão de operação necessária para alcançar o mais baixo custo por unidade'.

Oliver Williamson (1995, p. 22) considera que *não há uma simples e unificada perspectiva económica mas várias, a neoclássica, a do comportamento organizacional, a evolucionista, a tecnológica, a teoria da agência, a economia dos custos de transacção e a perspectiva da teoria estratégica/jogos, entre outras.*

Em face do quadro de referências e do tipo de questões a observar escolhem-se para abordar na especificidade a teoria dos custos de transacção (Coase, 1937; Williamson, 1975, 1985) e a teoria do recurso especializado (E. Penrose, 1959; Wernerfelt, 1984; Barney, 1986). Isto, porque se considerou poderem carrear para o estudo pontos de vista diversos, reconhecendo, no entanto, a existência de outras, neste caso, de menor importância.

#### 2.2.1.1- Teoria dos custos de transacção

##### a) Orientação para a empresa em geral

A teoria dos custos de transacção desenvolve-se no âmbito da teoria da empresa, no seguimento dos contributos introduzidos por Coase (1937), ao considerar existirem *custos de transacção*, pelo facto de se utilizar o mecanismo de preços do mercado, custos esses devidos ao processo de negociação, à realização de contratos, à necessidade de serviços de inspecção, aos acordos estabelecidos nas disputas, etc., o que *implica a adopção de métodos de coordenação alternativos ao mercado* (Coase, 1992, p. 715).

Refere Coase que *foi a evidência dos custos levados para a transacção através do mercado, que possibilitou explicar a existência da empresa, dentro da qual a atribuição dos factores resulta de decisões administrativas*. Em reforço desta posição esclarece que *os custos de transacção afectam não só os acordos contratuais mas, também, os bens produzidos e os serviços prestados* (*id.*, p.716).

Por sua vez, Chandler (*id.*, p.489) acentua que Williamson enfatiza a actividade microeconómica como sendo organizada para *economizar nos custos de produção e de transacção*. Mais adiante, refere que esses custos se reduzem *por efeito da internalização quando as empresas fazem investimentos em condições materiais altamente especializadas e aptidões humanas baseadas na aprendizagem especializada*. Chandler continua a explorar diferentes argumentos que o encaminham no sentido de considerar a empresa como unidade



básica de análise, bem como aos seus activos físicos e humanos<sup>24</sup>. Trata-se de ponto de vista diferente do de Williamson (1985) que considera como unidade de análise a transacção.

No texto original, Coase (1937, p. 19) explica claramente a razão de ser da empresa, caracterizada pela necessidade de dispor de um mecanismo de coordenação racional, ao escrever que *fora da empresa os movimentos dos preços conduzem e coordenam a produção, através de uma série de alterações ao nível da transacção no mercado. Dentro da empresa estas transacções estão eliminadas e em seu lugar, substituindo a complicada estrutura de mercado, surge o empresário coordenador que dirige a produção.*

Corroborando esta posição, Roberts & Greenwood (1997, p. 348) especificam que a teoria dos custos de transacção demonstra como a combinação da racionalidade limitada e do oportunismo criam a perspectiva de que os custos de negociação e os custos de controlo devem acompanhar as trocas realizadas no mercado. E acrescentam (*op. cit.*, p.351) as organizações justificam-se na medida em que *maximizam a eficiência*, adoptando, para isso, a atitude mais adequada para que seja assegurada, procurando, ao mesmo tempo, *controlar os constrangimentos cognitivos e as influências institucionais*. Por outro lado, referindo o trabalho de Ouchi (1980) enunciam que *as organizações existem porque são capazes de economizar nos custos de troca de bens e serviços no mercado.*

O aspecto crucial da empresa, argumentam Hamilton & Feenstra (*op. cit.*, p.53) referindo-se a Coase, envolve a aptidão para o exercício de *alguma autoridade* e a forma de controlar eficientemente os recursos da produção ou de *marketing*, considerando ser a competência e eficácia da empresa o assunto específico que determina a relação entre o *patrão e o trabalhador* ou *empregador e empregado*.

Outra questão que se coloca prende-se com a necessidade de saber se existe ou não uma dimensão óptima. Também, neste particular, a resposta é dada por Coase (1937, *op. cit.*, p. 48)<sup>25</sup> quando acentua que *o limite para a dimensão da empresa deverá ser alcançado, quando a expansão das suas transacções tiver aumentado para o ponto no qual os custos de*

<sup>24</sup> Chandler (1992, p.490) refere que 'a compreensão das características específicas dos activos duma empresa, particularmente a aprendizagem da aptidão organizacional, é mesmo mais útil que a compreensão do impacte da racionalidade limitada e oportunismo sobre as transacções, envolvendo aqueles activos o crescimento continuado das empresas nos mercados estrangeiros e mercado de produtos relacionados'. Da mesma forma, admite a 'dimensão de eficiência mínima da fábrica'.

*organizar as transacções adicionais dentro da empresa excederem os custos de levar as mesmas transacções através do mercado ou para outra empresa.*

Os custos de transacção podem ser reduzidos, utilizando a autoridade para estabelecer os termos em que ocorrem as trocas, pelo menos dentro de certos limites. De acordo com Coase, a existência desta autoridade é precisamente o que define uma empresa, pelo facto de ocorrerem internamente transacções em resultado de instruções ou ordens dadas por um boss, situação que implica a supressão do custo pelo uso do mecanismo associado à autoridade. Contudo, a sua principal ideia vai no sentido de que *a empresa surge para economizar nos custos de transacção* (Hart, 1989, p. 1760).

*Williamson (1985) reconheceu que os custos de transacção devem assumir particular importância em situações onde os actores económicos assegurem compromissos específicos de investimento, envolvendo grupo particular de indivíduos com aptidões específicas e a expansão de activos, dando origem a custos,* refere Hart (*op. cit.*, p. 1762). E continua, *as negociações dão origem a duas espécies de custos, aqueles associados com o ex- pós negociação e os derivados do poder de negociação anterior e referente ao próprio investimento.* No ponto de vista de Williamson, trazer uma transacção<sup>26</sup> do mercado para dentro da empresa- o fenómeno de integração- mitiga o comportamento oportunista e melhora os incentivos ao investimento. Introduz, portanto, como uma das suas principais linhas de orientação para estudar a economia das organizações, as assunções de comportamento tão criticadas por diversos autores<sup>27</sup>, nomeadamente, o oportunismo<sup>28</sup> e a racionalidade limitada, que diferem entre indivíduos.

<sup>25</sup> Ver, *op. cit.*, edição de Williamson & Winter (1991).

<sup>26</sup> Consideram-se como atributos da transacção, com especial interesse para a economia da organização, os seguintes: 1) a frequência com que ocorre a transacção; 2) a incerteza a que as transacções são sujeitas; 3) o nível de estabilidade a que são mantidas as transacções referente a investimentos específicos (Williamson, 1981, p. 1546)).

<sup>27</sup> Destacam-se, por exemplo, S. Ghoshal, P. Moran, P. R. Milgrom, G. Dosi, B. Holmstrom, O. Hart, D. C. North, M. Granovetter.

<sup>28</sup> O comportamento oportunista decorre duma das assunções que suportam a teoria da economia dos custos de transacção e que decorre do comportamento humano; a outra assunção tem a ver com a 'eficiência' necessária para assegurar êxito. De acordo com esta teoria, citando Ghoshal & Moran (1996, p. 14), 'as organizações existem devido à sua superior aptidão para atenuar o oportunismo humano através do exercício do controlo hierárquico não acessível ao mercado'. Sendo estes autores fortes críticos da teoria referem que 'o mais provável é a necessidade do controlo hierárquico do comportamento oportunista causar efeitos precisamente contrários'.

Oportunismo é usado por Williamson no sentido duma atitude e dum comportamento, compreendendo-se por atitude o traço fixo da personalidade não afectado pelo contexto.

No que respeita à condição de racionalidade limitada, citando Williamson (1981, p.1545), esta é *responsável pelo limite de cálculo do homem da organização, sendo a propensão dos agentes económicos (alguns pelo menos) para se comportarem oportunisticamente responsável pela sua desconfiança*<sup>29</sup>. Os autores Roberts & Greenwood (*op. cit.*, p. 352), argumentam que, embora a satisfação seja uma manifestação de racionalidade limitada, a contratação incompleta que caracteriza a teoria dos custos de transacção, citando Williamson (1991), é um *mecanismo de escolha duma espécie muito diferente*. Portanto, os diversos autores entendem o oportunismo como característica básica dos decisores, enquanto comportamento impregnado de malícia, visando a procura do interesse próprio, e a racionalidade limitada a razão que sustenta a necessidade de analisar os custos de transacção centrados no indivíduo.

Uma vez justificada a existência da empresa, com base no facto de dispor de mecanismos de coordenação (Hamilton & Feenstra, *op. cit.*, p.54), a *hierarquia*<sup>30</sup>, popularizada por Williamson (1975), é a característica genérica da empresa que assegura a obtenção de economias sobre os custos de transacção.

Quando e porque surgem custos diferenciados de transacção entre modos alternativos de organização? Na resposta a esta questão, Williamson (1995, p. 28) considera *três níveis*<sup>31</sup> dos quais se excluem os custos de transacção: 1) o nível da gestão do contexto institucional; 2) o nível da gestão das instituições; e, 3) o nível da gestão do indivíduo. Em todos os outros casos considera existirem custos de transacção.

<sup>29</sup> Sobre a racionalidade limitada Williamson (1981, p.1545) esclarece que o termo foi forjado por Simon e reflecte o facto dos agentes económicos se considerarem sempre «intencionalmente racionais» actuando, portanto, como seres hiper-rationais, o que não se verifica. Isto, porque, citando Simon (1957), experimentam limites na formulação e resolução de problemas complexos e no processamento da informação (receber, armazenar, reformular, transmitir). Quanto ao oportunismo considera-o como uma assunção de comportamento na procura do auto interesse com malícia'.

<sup>30</sup> Hierarquia, é uma estrutura de direcção que surge na empresa, como unidade transaccional, para obter maior eficiência no mercado. Por estrutura de governo (*governance structure*) entende-se (Williamson, 1986), a composição institucional dentro da qual são realizadas as transacções e é decidida a sua integridade ou, dito de outra forma, (*ibid.*, 1981, p.1544) estrutura de governo refere-se à estrutura contratual implícita ou explícita dentro da qual está localizada uma transacção (mercados, empresas e formas mistas incluídas, por ex. o *franchising*).

<sup>31</sup> O nível da gestão do contexto institucional refere-se às mudanças dentro do contexto institucional tratadas como variação de parâmetros, mudanças (ou diferenças) nos custos comparativos dos mercados e hierarquias. O nível de gestão das instituições 'permite a economia dos custos de transacção possibilitando maior produtividade na organização económica comparativa na qual são caracterizadas diferenças no contexto institucional' (Hamilton & Biggart, 1988) referido por Williamson (1995, p.28). O nível da gestão individual prende-se com os conceitos de oportunismo e de racionalidade limitada.



Podem, então, referir-se as características essenciais da teoria da economia dos custos de transacção como incluindo: a) a transacção como unidade básica de análise; b) as dimensões críticas que diferenciam as transacções, nomeadamente a frequência, a incerteza e, especialmente, a especificidade dos activos; c) os modos de gestão definidos por uma síndrome de atributos; d) a forma diferenciada do contrato legal; e) a possibilidade de prever que as transacções que difiram nos seus atributos estarão alinhadas com as estruturas de gestão; f) a possibilidade de tratar o contexto institucional como o *locus* da alteração de parâmetros o que induz mudanças nos custos; g) a economia do custo de transacção como um exercício no campo da análise institucional comparativa.

Colocada a questão do desenvolvimento da organização, verifica-se existirem factores específicos que, de uma ou outra forma, estabelecem limitações que as diferentes teorias procuram tratar. A abordagem aos custos de transacção adoptam a transacção como unidade básica de análise para explicar a existência, crescimento e expansão da empresa. Lança, para isso, mão dos conceitos de oportunismo e de racionalidade limitada.

As transacções são realizadas no mercado cujo mecanismo é controlado pelo preço que, por sua vez, influencia a produção pelo facto de se verificarem custos elevados derivados do oportunismo relacionado com as trocas. A forma de expandir as transacções baseia-se na necessidade de fazer com que os custos de transacção sejam controlados na empresa, o que obriga a que se disponha de um sistema de coordenação, assegurado pelos gestores e pela hierarquia. A alteração do centro de controlo para a empresa reduz o oportunismo, logo, reduz os custos de transacção, o que favorece o crescimento da organização e a sua expansão, por efeito do aumento das transacções e por fomentar os investimentos.

Todo este mecanismo é devido ao facto da empresa dispor de gestores que utilizam a racionalidade para assegurar baixos custos de produção e baixos custos de transacção, tais como, custos de controlo, custos de negociação e custos de investimento com reflexos na estrutura financeira e no desempenho.

#### b) Orientação para a estrutura financeira

Williamson (1988) muito embora tivesse desenvolvido o essencial dos seus pontos de vista, no sentido de verificar razões que justificassem a existência da empresa baseada nos custos

de transacção, alargou o seu âmbito, nomeadamente procurando compreender em que medida a especificidade dos activos associada aos custos de transacção implicam na estrutura de capital.

Com base em Coase (1937) e Williamson (1975, 1985) retira-se que a teoria dos custos de transacção respeita à gestão das relações contratuais envolvendo as transacções entre diferentes partes, com vista a obter os mais baixos custos com o processo de troca não dependente *da competitividade do preço de mercado dos bens ou serviços transaccionados* (Robins, 1987).

A teoria dos custos de transacção é, portanto, um poderoso ponto de vista pelo qual se pode examinar a estrutura de capital (Balakrishnan & Fox, 1993), à qual está associada a noção de oportunismo (Eisenhardt, 1989; Williamson, 1988), citados por Kochhar (1996, p.714). A empresa realiza transacções tanto ao nível interno, para o que dispõe de estruturas que é preciso gerir, como ao nível das suas relações com os agentes, sejam fornecedores ou investidores, o que obriga a renegociações, caso da *troca entre estruturas de gestão e a transacção*, as quais ocasionam custos que se pretendem economizar (Hennart, 1993).

Nas condições de competitividade as empresas procuram estruturas de gestão para economizar nos custos de transacção, sendo, no entanto, os custos do processo de troca no mercado elevados quando a especificidade dos activos é alta, o que leva nestas circunstâncias a outras formas de gestão, tais como a «hierárquica», por forma a obter maior eficiência. Por outro lado, a estrutura de financiamento da empresa resulta da adopção alternativa da estrutura de gestão, orientada para o recurso a dívida ou para o capital accionista<sup>32</sup>, visando assegurar a optimização da estrutura de capital ou defender a compensação entre os benefícios de um investimento particular e a necessária aptidão de gestão (Kochhar, *op. cit.*, p. 715/716). *A especificidade dos activos na transacção é provavelmente um factor determinante da escolha* (Williamson, 1975), devendo aqueles activos beneficiar a empresa, o que decorre de *vantagens derivadas da localização, da tecnologia, do pessoal ou de investimentos especializados* (Reeve, 1990).

---

<sup>32</sup> 'A dívida é comparada ao «sistema de preços» usualmente associado com o «mercado» onde os agentes são recompensados na base dos resultados. O capital enfatiza o controlo do comportamento actual no «sistema de hierarquia» das actividades de organizar (Hennart, 1993)', citado por Kochhar (1996, p.716).

Seguindo o ponto de vista de Kochhar (*op. cit.*, p. 718), a *lógica do custo de transacção da estrutura de capital reconhece diferentes graus de influência entre investidores e credores, sendo o capital, na perspectiva da acção de gestão, considerado o «dispositivo» mais poderoso face à dívida, principalmente porque a dívida é menos interventora que o capital.* Depreende-se, portanto, que *a escolha do ponto óptimo, conjugando dívida e capital, é função da natureza dos recursos e é relevante mesmo quando a empresa investe em projectos rendíveis.*

Noutra perspectiva, considera-se que os fornecedores de fundos jogam importante papel, incorporado no ponto de vista dos custos de transacção, ao influenciarem a estrutura de capital, uma vez que o tipo de financiamento seleccionado depende das características do activo. Quer dizer, *a perspectiva do custo de transacção coloca em destaque o facto da estrutura de capital resultar da escolha baseada na gestão de recursos, para a qual é factor determinante a especificidade da empresa* (*id.*, p. 719).

Gilson (1997, p. 161)<sup>33</sup> enuncia que os custos de transacção desencorajam a redução da dívida, devido à perturbação financeira da empresa, quando se pretende reestruturar a dívida para prazos longos. Conclui que *a escolha do rácio de endividamento, por parte das empresas em dificuldade financeira, é significativamente afectado pelos custos de transacção e que os rácios de endividamento, das empresas que reestruturam a dívida para prazos longos, ficam mais elevados, devido à existência de vários factores que impedem que a dívida seja reduzida e/ou que seja emitido capital* (*ibidem.*, p. 189).

A teoria dos custos de transacção influi na estrutura de financiamento, devido à existência de custos de transacção, provenientes, nomeadamente, da atitude dos gestores e accionistas associada à noção de oportunismo, da existência de estruturas de gestão, das relações com os agentes, sejam eles fornecedores ou investidores, da especificidade dos activos necessários para realizar a troca, da influência entre investidores e credores e do papel desempenhado pelos fornecedores de fundos. Destes factores destaca-se o oportunismo decorrente da atitude e comportamento dos gestores e accionistas. Isto, porque se a teoria da economia dos custos

<sup>33</sup> Alguns dos factores que o autor caracteriza tem a ver com a especificidade da economia americana. São os seguintes (*id.*, p. 162): (1) os credores pelo facto de não se poder de forma unilateral fixar um acordo para todos os envolvidos; (2) os regulamentos ao criarem dificuldades aos credores financeiros desencorajando-os a determinadas soluções; (3) os impostos aplicados à dívida; (4) os gestores devido a disporem de informação

de transacção se baseia, para justificar a existência da empresa em alternativa ao mecanismo do mercado, na economia de custos, estes tomam como hipóteses, por um lado, a natureza humana, como requisito de acção, e, por outro, a eficiência, como exigência para o êxito da organização.

Ora, o imperativo organizacional de Williamson assenta na salvaguarda contra o oportunismo, como forma de prover à limitada racionalidade dos agentes através do controlo racional ou de outros métodos instituídos pela empresa, dando origem a diferente tipo de estrutura hierárquica, o que deverá fazer aumentar os custos de transacção<sup>34</sup>. Sendo assim, as empresas justificam a sua existência quando *o potencial oportunístico é significativo e se justificar em ordem a diminuir o seu potencial* (Conner, 1991, p. 131), tendo presente que as empresas e as trocas no mercado são os métodos alternativos para coordenar a produção e o que distingue a empresa tem a ver com a supressão do mecanismo do preço.

A teoria do custo de transacção coloca três tipos de questões que se interligam: a) os interesses individuais; b) a incerteza; c) a assimetria de informação. Quanto a esta o facto dos agentes internos terem acesso privilegiado à informação confere-lhes vantagem e tentações para aproveitar essa informação em benefício próprio. Esse oportunismo é, portanto, um dos factores chave que explicam a actividade da empresa com efeitos, nomeadamente, na estrutura de financiamento e no desempenho.

Ghoshal & Moran (1996) contestaram a teoria do custo de transacção, no que respeita ao ponto específico do conceito de oportunismo, entendido como comportamento único da natureza humana, e que justifica o mecanismo de controlo hierárquico (legislativo, controlo e incentivos) e as sanções como garantia e não como obediência. Na teoria, *o oportunismo é a causa última para o fracasso dos mercados e para a existência de organizações*, ou seja, assume-se a natureza humana como causa única.

---

privilegiada face aos credores; (5) a venda a baixo preço de activos decorrente das dificuldades financeiras conhecidas; (6) a complexidade da estrutura de capital.

<sup>34</sup> Oportunismo trata-se de uma acção de iniciativa própria feita com argumentos e astúcia pertencente a uma de duas chaves do comportamento que caracterizam a natureza humana, sendo a outra os limites da racionalidade (Williamson, 1987, p. 44). Racionalidade limitada tem a ver com a capacidade da mente humana ser muito pequena para formular e resolver problemas complexos, quando comparada com a dimensão dos problemas cuja solução é requerida pelo comportamento objectivamente racional no mundo real, ou mesmo por uma aproximação razoável a tais objectivos (Herbert Simon, 1957, p. 198).

Consideraram aqueles autores um exagero, referindo que *Williamson erra não por observar que o oportunismo existe ou por sugerir que as organizações necessitam de controlo, mas por considerar como hipóteses para justificar a existência das organizações o facto das suas aptidões para atenuar o oportunismo serem asseguradas pelo controlo, o que deriva duma hipótese que directamente considera a acção do mercado como um fracasso* (op. cit., p. 31).

Mesmo os autores que criticam com maior contundência a teoria do custo de transacção fazem-no em aspectos complementares, dado tratar-se de teoria normativa exigindo comprovação em muitos dos seus aspectos. Reconhecem-lhe, contudo, grande importância para compreender melhor a empresa e o papel do oportunismo, nomeadamente as implicações na estrutura de financiamento e no desempenho<sup>35</sup>.

### 2.2.1.2- Teoria do recurso especializado

#### a) Orientação para a empresa em geral

A abordagem baseada no recurso<sup>36</sup> concentra-se nos factores chave do comportamento da empresa, individualmente considerada, visando alcançar vantagens específicas, assegurar uma carteira de rotinas e o núcleo de aptidões diferenciadas, defender a coerência de diversas aptidões e garantir o conhecimento exclusivo (Aharoni & Sticht, 1990; Dosi, Teece & Winter, 1990; Prahalad & Hamel, 1990), citado por Mahoney & Pandian, (1992, p.369). Quer isto dizer, lançando mão do argumento de Seth & Thomas (1994, p. 177), que o ponto de vista baseado no recurso assenta de forma sustentada na clarificação da função dos factores que estão relacionados com o acesso da empresa a recursos únicos e à imobilidade desses factores e *é centralmente motivado para compreender as diferenças de desempenho entre empresas*, citado de Conner (1991, p. 139).

A teoria baseada no recurso concentra-se na empresa, entendida como entidade que *combina recursos (teoria neoclássica) e como organização que busca a eficiência da produção e*

<sup>35</sup> Dos críticos referem-se, nomeadamente Perrow (1986) que considera incorporar ideologia escondida o que distorce a compreensão e Granovetter (1985) por apresentar um ponto de vista pouco socializado da motivação humana e sobre-socializado do controlo institucional, referem Ghoshal & Moran (op. cit., p. 15).

<sup>36</sup> Teoria desenvolvida, em especial, por Pfeffer & Salancik (1978), conhecida, também, por teoria baseada nos recursos e teoria do recurso dependente. No essencial, procura predizer a criação de ligações entre empresas e dentro da indústria baseada no facto das empresas se sujeitarem a outras organizações devido à sua dependência dos recursos fornecidos por outras organizações necessitando, por isso, de reduzir a incerteza. A

distribuição (Escola de Chicago)<sup>37</sup>, cujo êxito depende, acima de tudo, do contexto no qual opera (organização industrial do tipo Bain<sup>38</sup>) e, também, de como se forma aquele ambiente (Conner, *id.*, p.143).

Qualquer organização empresarial pretende maximizar os resultados e assegurar, tanto quanto possível, o seu crescimento e expansão. Contudo, tem de contar com a concorrência crescentemente agressiva, nas suas múltiplas vertentes, para o que necessita de assegurar condições que a diferenciem no mercado. Torna-se, por isso, importante dispor, no contexto interno, de recursos que permitam garantir a produção de bens ou a prestação de serviços, em consonância com o mercado; no contexto externo, necessita de condições que lhe confirmem vantagem competitiva. Trata-se, em ambos os cenários, de possuir recursos diferenciados e reconhecidos com qualidade.

Daí a necessidade, desde logo, de proceder à clarificação do que se entende por recurso. Hart (1995, p. 988) considera recurso *a unidade básica de análise e inclui activos físicos e activos financeiros, bem como as aptidões dos empregados e do processo organizacional*. Esta referência leva a admitir determinada identificação para recurso, com vista a facilitar a sua abordagem e compreensão. *Tradicionalmente classificam-se em terra e equipamentos, trabalho (incluindo as capacidades e conhecimento dos trabalhadores) e capital (organizacional<sup>39</sup>, tangível e intangível)*, refere Mahoney & Pandian (*op. cit.*, p.364). Há que admitir, no entanto, sub-divisões para os recursos, segundo Penrose (1959, p.74)<sup>40</sup>.

---

teoria baseada no recurso, referem Mahoney & Pandian (1992, p.373), fornece uma teoria generalizável que faz luz sobre a teoria do crescimento da empresa.

<sup>37</sup> A Escola de Chicago faz renascer a teoria do preço na qual as empresas se baseiam para procurarem eficiências de produção e distribuição. É a eficácia dos mecanismos de mercado através da teoria do preço que assegura o bem-estar (Conner, 1991, p. 128).

<sup>38</sup> A organização industrial do tipo Bain baseia-se no paradigma: estrutura-comportamento-desempenho. Sugere que a estrutura industrial conduz o desempenho da empresa. Bain deu contributos para a clarificação de questões relacionadas com a classificação dos mercados e das barreiras à entrada, cf. Anibal Santos (1987, p.3). Segundo Jacobson (1992, p. 782) o paradigma Bain/Mason da organização industrial propõe à gestão estratégica um modelo sistemático para estimar a concorrência e para a formulação da estratégia e tem como bases teóricas tradicionais (Caves & Porter, 1977) apoiar as forças competitivas, os grupos estratégicos e as barreiras à mobilidade.

<sup>39</sup> Referenciando Zou & Cavusgil (1996, p. 58), 'os recursos organizacionais internos compreendem todos os activos, capacidades, processo organizacional, atributos de negócio, informação, conhecimento, etc., controlados pela empresa e capazes de conceber e implementar estratégias que melhorem a sua eficiência e eficácia, podendo classificar-se em «capital físico, capital humano e capital organizacional»'.

<sup>40</sup> Hofer & Schendel (1978), citados por Mahoney & Pandian (*id.*, p. 364) em nota pé de página, sugerem que um perfil de recurso combina os seguintes recursos e capacidades: (1) recursos financeiros (ex. *cash flow*, capacidade de endividamento, novos activos disponíveis); (2) recursos físicos (ex. instalações fabris e equipamentos, inventários); (3) recursos humanos (ex. cientistas, supervisores de produção, pessoal de vendas); (4) recursos organizacionais (ex. sistemas de controlo de qualidade, cultura empresarial, compromissos); (5)

O objectivo último da abordagem baseada no recurso prende-se com a obtenção, por parte da empresa, de resultados acrescidos, refere Conner (*id.*, p.132) citando Barney (1986) e Wernerfelt (1984), exigindo para a sua obtenção que: a) o produto da empresa seja distinto aos olhos dos compradores; ou b) que a empresa venda um produto idêntico ao dos concorrentes, devendo, neste caso, deter uma posição de custo baixo. Sendo assim, *o problema crítico confrontado pela empresa reside em saber como manter a diferenciação dos seus produtos ou, para idênticos produtos, a sua baixa posição de custo sem que tenha de investir muito para assegurar a vantagem reflectida nos resultados.*

A teoria baseada no recurso reconhece o poder da inovação revolucionária<sup>41</sup> para mudar as posições de mercado (Prahalad & Hamel, 1990; Rumelt, 1974) e não encontra inconsistência, adoptando inovações menos revolucionárias desde que bem protegidas por «barreiras de recursos» (Wernerfelt, 1974), *por forma a poder alcançar resultados acrescidos.* Continuando a referência de Conner, *a teoria baseada no recurso vê estes recursos como resultado da argúcia ou sorte da empresa em adquirir, combinar e desenvolver recursos, em vez de resultarem da estrutura da indústria na qual a empresa se insere.* Por isso, a empresa procura assegurar recursos únicos ou obter outros que, em alternativa, assegurem o mais baixo custo.

A qualidade, tipo e quantidade de recursos limitam as condições de crescimento da empresa na medida em que impõem limites à escolha dos mercados e ao nível dos resultados. Destes recursos, o recrutamento e treino dos gestores e respectiva integração na organização, limitam o crescimento da empresa por reduzirem os serviços disponíveis necessários para a expansão, transformando-se, por isso, no acelerador ou travão do processo de crescimento, conhecido como efeito Penrose, cujo corolário enuncia que em face de *uma mais alta interdependência entre recursos deverá baixar a taxa de crescimento da empresa*, referem Mahoney & Pandian (1992, p.366).

---

capacidades tecnológicas (ex. alta qualidade de produção, baixos custos das unidades de produção); (6) recursos intangíveis (ex. reputação, reconhecimento da marca, *goodwill*).

Mahoney & Pandian (*id.*, p.366, nota pé de página) define recursos e capacidades. Releva-se, sobretudo, a referência 'em termos modernos Penrose (1959) sugeriu que recursos são *stocks* e capacidades (serviços) são fluxos'.

<sup>41</sup> A expressão «inovação revolucionária» popularizou-se ao ser utilizada por Schumpeter (1950).



Um outro tipo de recurso é o conhecimento que a empresa acumula ao longo da sua experiência, que se assume como factor de diferenciação, por conferir à empresa competência distintiva<sup>42</sup>, a partir da qual se obtém vantagem competitiva<sup>43</sup>, permitindo-lhe assegurar resultados acrescidos. Prahalad & Hamel (1990) argumentam, chamando a atenção para o facto das competências nucleares da empresa envolverem *a aprendizagem colectiva dentro da organização, especialmente a coordenação das aptidões dispersas na produção e a integração dos diferentes tipos de tecnologia.*

*As empresas acumulam conhecimento na forma de activo estratégico, através da I&D e da aprendizagem, sendo as decisões tomadas no passado e as regras de decisão dos gestores a genética básica das empresas, referem Mahoney & Pandian (op. cit., p.369).*

O ponto de vista baseado no recurso considera que a diversidade das empresas e o seu êxito deriva do facto de utilizarem diferentes recursos como resultado de certo tipo de fracasso do mercado. Neste sentido, já Coase (1937) justificava a existência da empresa, com base no fracasso do mercado, ao admitir que a coordenação dos recursos realizada pela empresa tinha custos inferiores às transacções verificadas no mercado.

Há diferentes tipos de recursos, tidos como activos específicos, podendo tomar a forma de capital humano (Becker, 1964), capital material (Klein, Crawford & Alchian, 1978), capital legal (Alchian, 1984; Barzel, 1989), capital organizacional e experiência (Huff, 1982; Prahalad & Bettis, 1986; Spender, 1989) e capital intangível (Caves, 1982), citado de Mahoney & Pandian (*id.*, p.370).

Outro aspecto a relevar prende-se com a relação existente desta com outras teorias. O ponto de vista baseado no recurso aparece *ligado com a teoria do custo de transacção, porque as combinações de recursos são influenciadas pela economia do custo de transacção (Teece, 1982; Williamson, 1991), como aparece ligado com a teoria da agência, porque o desenvolvimento de recursos da empresa é influenciado pelos custos de agência (custos que são minimizados) (Castânias & Helfat, 1991), citado de Mahoney & Pandian (id., p.370).*

<sup>42</sup> A competência distintiva deve definir-se tendo como base o grupo de regras normativas e de rotinas usadas pelos gestores cimeiros (Mahoney & Pandian, *id.*, p. 369).

<sup>43</sup> A este respeito Mahoney & Pandian (*id.*, p. 371) referem que a vantagem competitiva envolve os serviços produtores de recursos e geradores de proveitos e os serviços que combinam recursos, em ambos os casos, não facilmente imitados ou substituídos.



Verifica-se, portanto, que se a empresa dispuser de recursos especializados tem possibilidades de obter competência distintiva, da qual obtém vantagem competitiva, obtendo por essa via melhor desempenho, seja quanto ao aumento dos resultados seja quanto à possibilidade de assegurar o crescimento e expansão.

Por outro lado, o recurso especializado, seja uma nova tecnologia ou envolva determinada aptidão, influencia o tipo de investimentos a realizar, com consequências no tipo de estrutura financeira e no desempenho. Trata-se de opção de estratégia que depende dos recursos disponíveis e do mercado mas certamente do comportamento e decisão dos gestores.

#### b) Orientação para a estrutura financeira

Balakrishnan & Fox (*op. cit.*, p.3/4) referem existir forte ligação entre estratégia dos negócios e estrutura de capital, tendo esta *mais a ver com factores estratégicos e de controlo que com factores puramente financeiros* (Williamson, 1988).

Depreende-se, portanto, existirem factores que influenciam a estrutura de capital e que decorrem de opções de estratégia da empresa ou dos negócios. Tratam-se de activos específicos de que as empresas dispõem, de natureza tangível e/ou intangível, que lhes confere vantagem competitiva, devido à singularidade e características únicas conseguidas. No caso dos bens de equipamento, a empresa adquire valor que pode utilizar-se como moeda de troca.

Mas, o mesmo poderá não acontecer com os activos intangíveis (caso da publicidade e investigação). Ainda que essenciais para assegurar vantagem competitiva são, ao mesmo tempo, facilmente transferíveis, o que acarreta dificuldades para as empresas que pretendam recorrer ao endividamento, devido à sua dificuldade de avaliação e medição, afectando, desta forma e adversamente, a aptidão da empresa. Long & Malitz (1983), citados por Myers (1984, p.586), encontraram significativa relação negativa entre a taxa de investimento em publicidade e investigação e o volume de empréstimos obtidos e relação positiva destes com a taxa de investimento, tratando-se de bens tangíveis, nomeadamente edifícios e equipamentos. Conclusões semelhantes foram alcançadas por Williamson (1981) com métodos diferentes, segundo Myers. Consoante o tipo e importância dos valores intangíveis

assim derivam implicações quanto a opções de endividamento o que determina a estrutura de capital.

Os activos específicos<sup>44</sup> são, por um lado, *um problema*, na medida em que limitam a capacidade de endividamento associada à natureza dos activos, e são, por outro lado, *uma oportunidade*, por serem *uma fonte chave de vantagem competitiva*. Visam, portanto, responder a escolhas de estratégia do negócio a empreender, com intuito de assegurar o volume de actividade e o desempenho<sup>45</sup>. Deverão, por isso, ter *impacte significativo na estrutura de capital da empresa*.

A estratégia do negócio e a natureza dos activos e aptidões detidas influenciam a propensão para pedir fundos emprestados, da qual derivam consequências sobre a estrutura de capital, tido como indispensável para implementar aquela estratégia, referem Balakrishnan & Fox (*op. cit.*, p. 4). Mais adiante, expressam que o tipo de endividamento escolhido deverá depender da característica dos activos empregues, particularmente quanto à possibilidade de assegurar a sua transferência para outros usos, denotando-se que a ligação, entre a natureza dos activos e o seu necessário controlo, resulta do tipo de financiamento e fornece um dos elementos chave que influencia a estratégia do negócio da empresa. Citando Barney (1986), Lippman & Rumelt (1982), Montgomery & Wernerfelt (1988) e Rumelt (1991), estes autores argumentam que *muitos investigadores na área da estratégia do negócio têm acentuado a importância dos activos únicos (ou inimitáveis), recursos, especialidades, relações e investimentos, como fontes primárias de vantagem competitiva da empresa, podendo aqueles activos, especialmente escolhidos, reduzir custos, melhorar a qualidade e possibilitar a diferenciação de produtos e serviços face aos concorrentes*<sup>46</sup>. *A posse de activos conhecidos pela sua «especificidade» afecta a estrutura de capital da empresa*,

<sup>44</sup> São activos específicos (ou especializados) determinados bens de equipamento ou outros, activos bancários, acções, títulos com prerrogativas especiais, serviço de investigação e desenvolvimento, conhecimento especializado, etc. 'Os activos específicos da empresa não podem ser gratuitamente transferidos para outros usos e, portanto, não podem ser usados como «garantia» para pedir empréstimos' (*idem*, p.3).

<sup>45</sup> O desempenho pode ser medido recorrendo a diferente tipo de indicadores, nomeadamente financeiros, como sejam os de rentabilidade e liquidez, e os económicos, tais como volume de vendas, meios líquidos, resultados de exploração, intensidade do investimento, etc.. 'As medidas de *performance* financeira indicam se a estratégia da empresa, implementação e execução estão a contribuir para melhorar os resultados. Tipicamente os objectivos financeiros têm a ver com a rentabilidade, crescimento e valor para os accionista' (Kaplan & Norton, 1992, p.77). Os objectivos financeiros têm a ver com a sobrevivência (*cash flow*), o êxito (crescimento das vendas e resultados operacionais) e a prosperidade (quota de mercado por segmento e rentabilidade do activo total).

<sup>46</sup> Os activos específicos podem ser tangíveis e intangíveis. Destes tomam-se como exemplo a investigação & desenvolvimento (I&D), o nome de marcas, o prestígio da empresa, etc..

*através dos custos de falência, por se reflectirem na perda de valor da empresa, devido à ocorrência ou aumento da probabilidade de se verificarem dificuldades financeiras.* Quanto maior a especificidade dos activos menor o valor atribuído à empresa, face à dificuldade previsível de aproveitamento desses activos, na hipótese de ocorrerem situações de aflição financeira ou de rotura.

Neste caso, deverá aumentar o custo do financiamento desses activos por recurso ao endividamento. *A intensidade da investigação (Helfat, 1994), tem sido uma medida importante para se conseguirem activos intangíveis especializados e know-how específico para a empresa,* refere Kochhar (1996, p.716). *A intensidade da investigação tem sido negativamente relacionada com o endividamento (Balakrishnan & Fox, 1993; Baysinger & Hoskisson, 1989), assim como o endividamento da empresa, tomado como medida específica, tem sido negativamente relacionado com a singularidade dos produtos (Titman & Wessels, 1988).* Assim sendo, numa empresa com forte sistema de controlo a natureza dos recursos aparece como característica determinante da estrutura de capital, referem Balakrishnan & Fox (1993).

A abordagem envolvendo *os modelos da estrutura de capital, baseados nas interações produto/inputs do mercado, estão na sua infância e têm começado a aparecer na literatura,* referem Harris & Raviv (1991, p. 319). No essencial, consideram que a estrutura de capital é influenciada pelas características dos produtos ou serviços ou pelo mercado de produtos, por interferirem com o nível da dívida decorrente da pretensão da empresa responder à necessidade e desejos dos clientes, em disporem de um produto ou serviço particular, por exigirem investimentos em capital humano específico para assegurar produtos de qualidade e por necessitarem de enfrentar o poder negocial dos fornecedores.

Os produtores, detentores de mercadorias perecíveis que não sejam únicas, devem dispor de custos mais baixos, por exigência dos clientes, para activos semelhantes (Maksimovic & Titman, 1990), citado por Harris & Raviv (*id.*, p.318). Consideram, todavia, que uma empresa pode produzir mercadorias de alta ou baixa qualidade, num dado período, no pressuposto de que os consumidores não distinguem a sua qualidade até que sejam consumidas. *Muito embora as mercadorias sejam produzidas com um custo mais elevado, deve valer a pena fazê-lo se a empresa detiver reputação e for reconhecida como produtor*

de alta qualidade. Contudo, se essa reputação é perdida, devido a dificuldades financeiras, então os incentivos para produzir com alta qualidade diminuem devido à dívida, o que pode ser alterado trocando a alta pela baixa qualidade, aproveitando o facto dos clientes não distinguirem essa qualidade antes da aquisição da mercadoria, procurando assim diminuir a dívida.

Consideram-se o preço e a quantidade do produto como variáveis estratégicas, *determinadas para afectar o comportamento dos concorrentes*, com implicações na estrutura de capital, por influenciar as *estratégias de equilíbrio e os pagamentos*, referem Harris & Raviv (*id.*, p. 319). Segundo o seu ponto de vista, os modelos envolvendo produtos concentram-se no estudo do efeito da estrutura de capital na disponibilidade futura e qualidade dos produtos e na capacidade negocial dos gestores com os fornecedores. Estes autores, referem que *os modelos mostram que as empresas em oligopólio deverão tender a ter mais dívida que as empresas monopolistas ou aquelas pertencentes a indústrias competitivas (Brander & Lewis, 1986) e que a dívida tende a ser a longo prazo (Glazer, 1989)*. Por último, argumentam que deverá ser útil explorar o impacto da estrutura de capital na escolha de outras variáveis estratégicas, além do preço e quantidade, como sejam a publicidade, as despesas de investigação, a capacidade instalada na fábrica, a localização e a característica dos produtos.

A especificidade dos recursos utilizados pela empresa conferem-lhe vantagem competitiva, com reflexos no desempenho. Esses recursos podem ser de diverso tipo, por exemplo determinada tecnologia de produção, um distinto produto, o recurso ao marketing ou dispor de aptidão inimitável ou outra. Se é assim, a teoria refere que a estrutura de financiamento reflecte essas diferentes orientações de estratégia do negócio com influência, também, nos resultados.

### 2.2.2- Contributos para o estudo

Dos pontos de vista apresentados referentes ao desenvolvimento da empresa destacam-se como contributos para o estudo os seguintes:

- a) As organizações tornaram-se indispensáveis à sociedade, dispondo de mecanismos

próprios para *coordenar a produção* (Coase, 1937; Conner, 1991), assegurar o controlo de *custos de transacção* (Williamson, 1981) e concentrar *pool de saberes, recursos e capital disponível* (Chandler, 1992);

b) Os gestores com a sua capacidade de gestão e experiência desempenham papel da maior importância ao influenciarem a expansão da empresa para diferentes mercados ou desenvolverem os produtos existentes ou criarem novos. Por sua vez, os gestores e as equipas de gestores limitam o desempenho devido à forma como compreendem a evolução do mercado e à sua própria capacidade de gestão e experiência demonstrada. Noutro sentido, a dimensão da organização cria problemas de gestão devido a deseconomias pelo que recorre-se aos modelos de eficiência (escola de Chicago) como base para assegurar resultados e a continuação do crescimento (Penrose, 1959);

c) A empresa desenvolve-se devido à conjugação dos investimentos em tecnologia, marketing e distribuição e em gestão (Conner, 1991) e aos ganhos de eficiência (escola de Chicago) por lhe conferir vantagem competitiva, nomeadamente ao nível do preço, dos produtos e processos de fabrico e dos sistemas de marketing;

d) O crescimento da organização está directamente associado com a especialização da actividade e com a sua diversificação o que constitui um *processo «virtuoso»* (Mahoney & Pandian, 1992). Por sua vez, as empresas distinguem-se e são diferentes consoante o sector económico e respectivo contexto (Nelson, 1995). Ou seja, são diferentes, nomeadamente a sua forma de actuar no mercado ao nível, por exemplo, da utilização do marketing e como encaram a sua expansão, quanto ao tipo de produtos e tecnologia utilizada ou à atitude face à investigação. Há, por isso, diversas situações e factores ou variáveis que influenciam duma ou doutra forma o crescimento, expansão ou desempenho das organizações. Por outro lado, o crescimento pode ser orgânico (através do autofinanciamento, o que obriga à retenção de resultados) ou externo (recorrendo às F&A, tomadas como estratégias de índole defensiva) com implicações no desempenho (Neves, 1993);

e) A política de diversificação de novos produtos e a consequente *especialização da actividade* tem efeitos positivos no crescimento e desenvolvimento da empresa, o que

possibilita, ao mesmo tempo, a obtenção de novos recursos (Mahoney & Pandian, 1992). Por sua vez, os investimentos orientados para os processos tecnológicos e para os processos de distribuição têm efeitos ao nível do desempenho da empresa (Chandler, 1990). Decorrente dos investimentos por se seguir tal política são necessários recursos financeiros próprios ou alheios o que influencia o tipo de *estrutura financeira da organização* (Slater, 1980);

- f) Na relação da empresa com o mercado o desempenho depende, antes do mais, do próprio mercado e de condições internas da empresa ao nível da estrutura, do tipo de organização e dos recursos disponíveis. No entanto, verifica-se que não é suficiente e que tem importância decisiva para o seu desenvolvimento o tipo de *opções de estratégia* (Conner, 1991). Dessas destacam-se, por exemplo, as opções envolvendo o tipo de tecnologia, a investigação, os novos produtos, os novos negócios, a política de preços e os mercados de expansão. daquelas opções de estratégia têm, todavia, maior influência e impacto no crescimento da empresa aquelas que se orientam no sentido da adopção de *políticas de marketing* e da aposta na *investigação (I&D)* (Slater, 1980);
- g) A dimensão da empresa é afectada pelos custos de transacção (Coase, 1937; Williamson, 1985, 1991). Existe, portanto, um limite para a dimensão e crescimento dependente dos custos de transacção (custos de negociação, de controlo e de investimento) (Hart, 1989; Roberts & Greenwood, 1997). A teoria dos custos de transacção verifica que o comportamento oportunista dos gestores afecta o desempenho da empresa (Williamson, 1985). Esse efeito resulta da existência de custos de transacção, por efeito de *deseconomias*, devido a opções de estratégia tomadas (Oliver Hart, 1989). Por sua vez, o preço dos bens transaccionados são afectados pelos custos de transacção através dos quais são influenciados o crescimento e o desempenho da empresa;
- h) Os recursos únicos e a sua imobilidade marcam a diferença de desempenho entre empresas (Conner, 1991). Esses recursos são de diferente tipo e incluem activos físicos e activos financeiros, as aptidões dos empregados e o processo organizacional pretendendo-se com esse tipo de recursos obter maiores resultados e o crescimento da empresa (Penrose, 1959; Mahoney & Pandian, 1992; Stuart Hart, 1995). A «*inovação revolucionária*» dos produtos ou serviços, que se associa ao produto único, assegura

melhores condições para o crescimento da empresa e a obtenção de resultados acrescidos (Rumelt, 1974; Prahalad & Hamel, 1990; Conner, 1991);

- i) A especificidade dos activos associada aos custos de transacção (neste caso, custos de troca elevados que se pretendem economizar) referentes a relações contratuais entre partes, visando obter mais baixos custos de troca, influencia a estrutura de capital (Williamson, 1975 e 1988; Hennart, 1993. Por sua vez, a lógica quanto aos diferentes interesses existentes entre investidores, credores e gestores ocasiona distintos custos de transacção para a empresa com reflexos no tipo e nível de dívida o que influencia a estrutura de capital (Kochhar, 1996);
- j) Os activos específicos, tangíveis ou intangíveis, derivados de opções de estratégia e do tipo de negócio, influenciam a estrutura de capital da empresa. Verifica-se existir uma relação positiva entre os investimentos em equipamentos e outros bens corpóreos e o endividamento e uma relação negativa tratando-se de investimentos em publicidade, em investigação e desenvolvimento e em produtos muito específicos (Williamson, 1981; Long & Malitz, 1983; Kochhar, 1996). Constata-se que a natureza dos investimentos limita a capacidade de endividamento (Myers, 1984).

Em suma, são de diverso tipo os contributos apresentados e com diferentes perspectivas. Há evidência dos resultados alcançados e outras medidas de desempenho serem influenciados pelas características de personalidade e de comportamento dos gestores, pelas opções de estratégia seguidas pelas empresas e pelo tipo de estrutura financeira.

## 2.3- Tipologia do gestor

### 2.3.1- Teoria e pontos de vista de diferentes autores

A organização existe porque dispõe de mecanismos de coordenação e controlo que lhe conferem vantagem face a outras opções (Coase, 1937; Penrose, 1959; Chandler, 1992). Nela desempenham papel essencial o empresário, o gestor ou a equipe de gestão, na medida em que estabelecem o tipo e qualidade daqueles mecanismos, contribuindo para diferenciar a

empresa no mercado e conferir-lhe condições de vantagem face aos concorrentes, que se traduzem em mais crescimento e melhor desempenho.

Schumpeter (1936, 1950) considerou ser o empresário individual o principal agente do crescimento económico por introduzir novos produtos, novos métodos de produção e outras inovações estimulando a actividade económica. O mérito devia-se, no essencial, à sua actuação, repercutida num processo de «criação destruidora», por introduzir no mercado e, ao mesmo tempo, destruir de forma contínua produtos existentes e métodos de produção.

Contudo, a eficácia dos líderes depende, em muito, da sua personalidade e carisma e não somente do seu controlo sobre as estruturas burocráticas, referem House *et. al.* (1991, p. 364). Por isso, e em consequência da sua influência nas organizações, torna-se da maior importância compreender o significado do carisma.

São comportamentos carismáticos os que invocam a inspiração, o sentido visionário e o comportamento simbólico (Weber, 1947, p. 52). Trata-se de importante atributo dos líderes, aos quais induz acção como agente de mudança ou de transformação. Conger & Kanungo (1998, p. 5) ao tratarem a questão da liderança carismática, face ao impacte na indústria, admitiram dois dilemas que se explicam com base na dicotomia entre gestores e líderes, ou seja: 1) os talentos de liderança são necessários para promover a transformação nas organizações; 2) a liderança assume-se na perspectiva de um duplo desafio, no sentido 'transformacional' e como característica orientada para a delegação de poder. Neste âmbito, argumentam terem a "nova escola de liderança" (Bryman, 1992) e o "paradigma neo-carismático" (House, 1995) colocado em contraste as noções de liderança e o papel do gestor, por se basearem em aspectos distintos<sup>47</sup>. Contudo, outros autores (Kotter, 1988; Yukl, 1994) concluíram que, embora gestores e líderes correspondam a tipos diferentes de pessoas, há indivíduos que podem desempenhar ambos os papéis<sup>48</sup>.

<sup>47</sup> Conger & Kanungo (1998, p. 6/7) referem-se a Zaleznik & Kets de Vries (1975) como dos primeiros a distinguir entre o que se entende por liderar e gerir com base nas noções de «homem máximo» aquele que construiu instituições criativas e de «homem mínimo» como sendo o gestor dos tempos modernos, noções associadas aos trabalhos de William James (1958) autores duma teoria de tipos de personalidade. Noutro passo, citam Kotter (1988), para evidenciarem a essência do novo paradigma da teoria da liderança baseado no contraste com a gestão. Liderança diz respeito às actividades que produzem «mudanças adaptativas ou construtivas», concentra-se em questões da organização a longo prazo e compromissos para o desempenho através da delegação de poderes; gestão envolve as actividades que produzem «consistência e ordem», atendem ao curto prazo e compromissos através de acordos contratuais (Kotter, 1988).

<sup>48</sup> Conger & Kanungo (1998, p. 9) distinguem liderança do papel do gestor. Liderança é caracterizada pela formulação de objectivos a longo prazo, comportamento do líder, inovação abrangendo toda a organização,



Outro ponto de vista com interesse aborda a distinção entre líder 'transformacional' e líder transaccional. O líder 'transformacional' é o que por acção de estímulos mútuos converte o seguidor ao líder e o líder em agente moral. Baseia-se na ideia de que certas formas de liderança criam um ciclo de maiores aspirações que transforma ambos, líder e seguidores. O líder transaccional é o que estabelece a relação com o seguidor baseada em trocas instrumentais, ou seja, na troca de uma coisa por outra, aparecendo esta dimensão associada à gestão <sup>49</sup>. Quanto à dimensão 'transformacional', segundo Conger & Kanungo (1998, p. 5 e 11), aparece associada à liderança carismática e envolve: a) dimensões de comportamento; b) características psicológicas ou disposições de carácter; c) a institucionalização do carisma; d) factores contextuais; e) a sucessão e factores de manutenção; e, f) o lado «escuro» da liderança carismática.

De salientar a importante influência do contexto, conforme ao ponto de vista de Conger & Kanungo (1998, p. 23). Foram descobertas por Roberts & Bradley (1988), diferenças essenciais entre os contextos de *status quo* e dinâmico, caracterizado este por situações de crise e pelo tipo de organização. Verificou-se que a situação de crise, em geral, é mais receptiva a uma liderança carismática, por ser provavelmente mais aberta a propostas de mudança radical que a situação de *status quo*. Por outro lado, há características da organização que influenciam o indivíduo quanto às suas iniciativas e forma de estabelecer as relações pessoais. Contudo, não é o contexto mas sim o indivíduo a chave determinante, embora se reconheça alguma influência daquele consoante a situação.

O modelo de Bass & Avolio (1993) de liderança 'transformacional', seguindo as referências de Conger & Kanungo (1998, p. 14 e 24), baseia-se na noção de que os líderes são capazes de motivar os subordinados para níveis que excedem ambos, a própria motivação e as expectativas face ao líder. O modelo assenta em quatro componentes: 1) no carisma do líder ou influência idealizada; 2) na inspiração; 3) no estímulo intelectual; e, 4) na consideração individualizada. Por outro lado, foram identificados como factores influentes na liderança

---

mudança da prática de standards, criação de visão, influência 'transformacional', estratégias de delegação de poder e desafios ao *status quo*. O papel do gestor é caracterizado pelas actividades do dia a dia, comportamento de supervisão, administração de subsistemas, compromissos com os standards, cultura estabelecida, influência transaccional, estratégia de controlo e sustenta o *status quo*.

<sup>49</sup> Foi Burns (1978) quem desenvolveu os conceitos de líder 'transformacional' e líder transaccional apresentados por Bass (1985). Embora sejam dimensões diferentes admitiu-se, no entanto, que um líder podia assumir ambos, ser 'transformacional' e transaccional.

'transformacional', os seguintes: i) a eficiência *versus* adaptação; ii) o *core* técnico da organização *versus* unidades de extensão delimitada; iii) as estruturas organizacionais; e, iv) os modos de gestão.

Whittington (1993, p.43/44) destaca, no que respeita à liderança estratégica das organizações, quatro correntes de pensamento: (1) a clássica, representada por Chandler (1990) e alusiva ao paradigma 'chandleriano' da gestão profissional, que atribui os méritos do desempenho da organização ao profissional de gestão; (2) a sistémica, baseada no combate dos interesses próprios e privilégios dos gestores, considerando que os gestores de topo não dependem dos méritos nem do heroísmo mas da cuidada conformidade social. Ambas as correntes consideram que aquilo que os gestores de topo pensam e o que fazem é que tem realmente importância; (3) a processualista, admitindo a existência de *décalage* entre a decisão estratégica e a acção, assumindo-se, portanto, constituída pelo cepticismo quanto às deliberações de decisão hierárquica. Isto, porque a estratégia muitas vezes emerge duma combinação de acidentes e de mudanças de rotinas na organização; e, (4) a do modelo de liderança, advogando que a liderança visionária e carismática está presente nos gestores de topo. *Para a elite de negócios de hoje tem importância as «qualidades de liderança» face à turbulência do contexto e não a velha gestão*, pois admite-se que *muitas das empresas estão a ser sobre-geridas e, ao mesmo tempo, sub-lideradas* (Kotter, 1990)<sup>50</sup>.

Estes pontos de vista evidenciam a importância concedida à liderança, tendo em conta o contexto turbulento em que as organizações operam. Destacam-se diferenças entre o papel e função do líder e do gestor. Neste âmbito, o modelo de Bass & Avolio (1993) releva factores que distinguem os líderes, identificados pela sua capacidade para transformar as organizações dada a capacidade para fazer exceder as próprias motivações dos subordinados e alcançar eficácia, o que é corroborado pelo modelo de liderança tido como uma das quatro correntes de pensamento referentes à liderança estratégica, segundo a abordagem de Whittington (1993). A perspectiva de que as empresas estão a ser *sobre-geridas e sub-lideradas* coloca em destaque a importância da liderança, nos seus aspectos cognitivo e de comportamento para a condução das organizações, e o seu sentido visionário e inspirador,

<sup>50</sup> Richard Whittington (1993, p. 44) refere a este propósito que a gestão diz respeito ao fornecimento de ordens e procedimentos para competir com sucesso face à complexidade dos negócios de hoje. A liderança, por contraste, diz respeito a competir com sucesso face à mudança. Noutro ponto (id., p. 61), considera que a liderança é mais que o ajustamento da estratégia ao contexto do mercado, envolve o próprio ajustamento ao contexto social.

que se prende com a opção de estratégia e capacidade para perceber e aproveitar as oportunidades do mercado.

As estratégias são influenciadas por interesses de grupos dominantes, em vez de serem determinadas pelos resultados, o que confere importância às elites de negócio, por não vencerem apenas em função e com base no mérito pessoal, mas também, por efeito da conformidade social ( Whittington, *id.*, p. 50). Ou seja, a supremacia de algum grupo particular, nomeadamente de finanças, produção, marketing e I&D marca a diferença quanto à estratégia, porque os gestores são portadores de requisitos derivados da sua especialização e influenciados positiva e negativamente pelo exercício das suas funções, que reflectem a forma como suportam os problemas estratégicos. Verifica-se que nas empresas dominadas por profissionais provenientes da produção e finanças estes tendem a ser cautelosos na defesa das orientações estratégicas, enquanto os provenientes das áreas do marketing e I&D são mais inovadores e capacitados para o risco, conforme Hambrick (1983). Nesta linha de pensamento, o facto das posições cimeiras serem dominadas por um qualquer grupo profissional pode influenciar profundamente a estratégia da empresa.

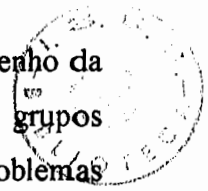
Para House *et al.* (1991, p. 346/347), os líderes carismáticos transformam as necessidades, valores, preferências e aspirações dos seguidores, motivando-os a fazer significativos sacrifícios pessoais no interesse de alguma missão e desempenho, tornando-os menos apетentes pelo interesse próprio e mais para servir o interesse da colectividade. O líder carismático fixa-se no jogo emocional, na motivação intrínseca e na identificação dos seguidores com a missão, auto-estima, verdade e confiança no líder.

Conger & Kanungo (1998, p.4)<sup>51</sup> acentuaram que diversos estudos têm mostrado desfrutarem os líderes com carisma de taxas de desempenho mais elevadas, por serem vistos como mais efectivos e motivados e satisfazerem melhor os seguidores que outros em semelhante posição de liderança.

Os grupos dominantes na sociedade, reflectindo a conformidade social prevalecente, e o líder carismático, baseando a sua acção nomeadamente no jogo emocional e na relação com os

---

<sup>51</sup> Estes autores desenvolvem trabalho de grande alcance sobre o tema da liderança carismática nas organizações e apresentam um modelo. A questão que se coloca neste trabalho, contudo, embora leve em consideração este tema não o segue porque se pretende abordar comportamentos.



seguidores, introduzem novas perspectivas de abordagem da estratégia e do desempenho da empresa. Infere-se serem os resultados e a opção seguida influenciados por grupos profissionais, por reflectirem uma certa forma específica de entender e reagir aos problemas associados a interesses de grupo específicos. Poderá, também, deduzir-se que o contexto e características da indústria afectam os interesses da empresa.

As organizações dependem do que são os seus líderes, na medida em que influenciam as orientações e opções estratégicas. Isto, porque *dado o seu poder simbólico e formal têm significativo impacte na actividade e desempenho organizacional* (Finkelstein, 1988; Gupta, 1988), referido por Rajagopalan & Datta (1996). Noutro passo, seguindo as recomendações de Hambrick & Mason (1984), enunciam que a investigação sobre as características dos gestores de topo tem basicamente usado características de gestão observáveis, tais como, a educação, a prática funcional e o nível educacional como substitutos para sublinhar as orientações cognitivas e o conhecimento base.

Esta prática tem sido necessária por diversas razões: primeiro, as orientações cognitivas são muitas vezes difíceis de medir; segundo, algumas características de interesse significativo, tais como a prática funcional, não têm analogia psicológica próxima; finalmente, os dados de conhecimento observáveis oferecem mais implicações práticas directas em termos de selecção executiva e análise competitiva, desde que tais dados possam ser obtidos sem significativos obstáculos das fontes de dados secundárias.

Sendo assim, reconhece-se que tanto as características adquiridas com o tipo de formação ou da experiência são da maior importância como os elementos intrínsecos ao indivíduo, de natureza da herança genética e cognitiva. O comportamento do indivíduo reflecte, de uma ou outra forma, esta complexidade. Estes requisitos são tanto mais importantes quanto as organizações são seriamente influenciadas pelos seus dirigentes, devido às opções tomadas e à forma como entendem os fenómenos, sobre os quais deverão reflectir e procurar tomar decisões que antecipe os efeitos.

Wiersema & Bantel (1992, p. 94) expressam que cada uma das percepções e interpretações do gestor deverá reflectir o seu ou a sua própria base cognitiva. Assim, a *anterior pesquisa tem definido uma base cognitiva como assunção acerca dos eventos futuros, conhecimento*

*de alternativas e consequências tomadas como alternativas* (Hambrick & Mason, 1984; March & Simon, 1958). Neste mesmo sentido, acentuam Hambrick & Mason (1984) e Finkelstein & Hambrick (1996), os executivos deverão tomar decisões consistentes com a sua base cognitiva ou com orientações executivas comportando características psicológicas (inclui valores, modelos cognitivos e outros factores de personalidade) e experiências observáveis (i. e. medidas demográficas), relacionando-as sistematicamente com os elementos cognitivos e psicológicos que servem de base à orientação do executivo.

Hambrick & Snow (1977) e Hambrick & Mason (1984) propuseram um modelo admitindo que *a base cognitiva do gestor influencia o processo de percepção para a tomada de decisão*, do qual emergem como premissas: primeiro, a base cognitiva limita o campo de visão do gestor ou as áreas do contexto para onde a atenção é dirigida; segundo, a percepção selectiva ocorre porque o gestor só toma atenção para alguns dos estímulos dentro do seu campo de visão; terceiro, a informação processada é filtrada através de lentes de base cognitiva, referem Wiersema & Bantel (*op. cit., id.*).

As bases cognitivas com influência na recolha da informação e na avaliação das actividades são um produto do conhecimento, das experiências e treino e das características demográficas (Wiersema & Bantel, 1992). Demonstra-se a eficácia da abordagem demográfica em numerosas investigações com base na relação entre as características de gestão e os resultados da organização (Chaganti & Sambharya, 1987; Thomas et al., 1991; Wiersema & Bantel, 1992), citado por Thomas & Simerly (1994, p. 411/412).

O papel do gestor cimeiro na formação da estratégia e na realização do desempenho da organização não é novo (Barnard, 1938). O que se desenvolveu foi uma nova abordagem dando relevo e importância à compreensão do conhecimento, à experiência e aos valores do gestor cimeiro, visando explicar as suas escolhas (Kotter, 1982; Gupta & Govindarajan, 1984; Szilagyi & Schweiger, 1984; Kets de Vries & Miller, 1986). Sobretudo, verifica-se que as escolhas estratégicas e o desempenho da organização aparecem associados com as características do gestor cimeiro (Hambrick & Mason 1984). Ou seja, as situações que levam os gestores a tomarem decisões decorrem, do seu ponto de vista, da forma como ajustam e interpretam o mundo, o que leva a identificar aqueles factores que dirigem ou orientam a atenção executiva (Finkelstein & Hambrick, 1990, p. 484).

Compreende-se, então, que as opções tomadas pelos gestores são influenciadas pela forma como entendem os fenómenos, reflectindo, de alguma forma, o tipo de liderança estratégica que assumem. É tanto mais importante quanto este tipo de liderança se concentra nos gestores cimeiros da organização, influenciada pelas suas características e pelo processo com efeito nos resultados da empresa, cabendo no âmbito da percepção o trabalho que conduz os gestores às decisões estratégicas da empresa, consistindo, ao mesmo tempo, numa série de passos sequenciais (de acordo com os trabalhos de Hambrick & Mason, 1984; Hambrick, 1989).

As observações realizadas sugerem que os gestores cimeiros têm aptidão para: (a) examinar cuidadosamente só as partes limitadas do contexto externo; (b) perceber selectivamente só alguns dos fenómenos dentro do seu campo de visão; e, (c) interpretar estes estímulos através de um filtro de valores e crenças individuais. De acordo com este modelo as escolhas feitas pelos gestores, em nome da organização, reflectem as características deles próprios (Thomas & Simerly, 1994, p.411).

Hambrick (1989, p. 6), contudo, considera que o domínio da liderança estratégica é relativamente difuso e incaracterístico, por congregar vários tópicos como liderança estratégica, visão estratégica, liderança e, ao mesmo tempo, envolver quadros superiores e gestores de topo. Propõe, então, que o termo liderança estratégica abranja as pessoas que têm ampla responsabilidade numa organização, considerando que estas, de uma ou outra forma, reflectem as suas características, nomeadamente o que fazem e como fazem, sejam os executivos individualmente ou a equipa de gestão. Em consequência, distinguem-se seis classes de abordagem no âmbito da liderança estratégica, ou seja: (1) a posição afecta a liderança estratégica; (2) a liderança estratégica afecta a forma de organização e a sua conduta; (3) a liderança estratégica afecta o desempenho organizacional; (4) certos aspectos da liderança estratégica (por exemplo, as características do executivo) afectam outros aspectos da liderança (por exemplo, o comportamento do executivo); (5) a associação entre liderança estratégica e a forma como se conduz o gestor depende da posição na hierarquia; e, (6) a associação entre liderança e desempenho organizacional depende da posição na hierarquia (*id.*, p 8/9).

Todo este tipo de abordagem teórica pretende perscrutar e conhecer os factores que, de uma ou outra forma, levam o gestor a ter determinado comportamento ou a tomar certas atitudes, dada a influência e importância na organização. Podem, então, de forma resumida, referir-se, por um lado, as características de personalidade e dados cognitivos e, por outro, o modo como entendem os fenómenos e se comportam os indivíduos como requisitos influentes na organização, o que se consubstancia no tipo de liderança e na forma como o gestor apreende a orientação estratégica.

Verifica-se, por exemplo, com base naqueles atributos, que as empresas lideradas por gestores dinâmicos, dotados de confiança e forte impulso para a acção, se orientam mais para situações de risco, tendem a adoptar iniciativas de maior inovação e procuram desenvolver estratégias proactivas (Miller, Kets de Vries & Toulouse, 1982). Naturalmente, este tipo de comportamento deverá ter reflexos no crescimento e resultados da empresa.

Ora, o desempenho de uma organização é um dos mais claros indicadores de viabilidade da sua estratégia e um importante indicador quanto às mudanças operadas no mercado onde actua (Zajac & Kraatz, 1993). Segundo Boeker (1997, p. 153), as características do gestor interagem com o desempenho da organização para criar um contexto através do qual a mudança mercado-produto se torna particularmente provável. O líder organizacional tem sido visto como uma força motivadora das mudanças nos produtos ou mercados, nas organizações a actuar em concorrência, desempenhando importante papel na definição da sua estratégia (Ginsberg, 1988; Virany, Tushman & Romanelli, 1992).

O trabalho de Norburn (1986, p. 102), quando trata do sucesso económico, devido à escolha dos mercados e produtos, refere-se a Buzzell, Gale & Sultan (1975) por estes autores terem desenvolvido pesquisa empírica baseada no estudo PIMS<sup>52</sup> do qual se conclui serem, sobretudo, três os determinantes do desempenho: 1) a quota de mercado; 2) a intensidade de investimento; e, 3) os factores da empresa. A maior importância advém, contudo, no seguimento das investigações, do facto de se admitir, depois de tudo, que a variável mais influente se prende com a qualidade da gestão.

---

<sup>52</sup> Estudo apresentado por Buzzell & Gale (1987), *The PIMS Principles (Profit Impact of Market Strategy)*, The Free Press, London.



Outros trabalhos de investigação colocaram a ênfase na importância das equipas de gestão, nível de formação, forma como se estruturam e constituem as equipas, tempo do mandato e modo como é tomada a decisão, procurando, a partir daí, verificar os efeitos sobre as opções de estratégia e sobre o desempenho das organizações (Wiersema & Bantel, 1992; Zahra & Pearce II, 1989; Finkelstein & Hambrick, 1990).

Dada a importância atribuída ao comportamento dos gestores, com especial relevo para os gestores de topo, diferentes autores têm procurado compreender e verificar características que de uma ou outra maneira influenciam o tipo de opção de estratégia e o desempenho das organizações (Boeker, 1997; Rajagopalan & Datta, 1996; Hambrick, Geletkanycz & Fredrickson, 1993; Miller & Toulouse, 1986). Dessas destacam-se, nomeadamente, a idade, a formação, o nível educacional, o tempo de mandato e a experiência.

As fronteiras entre a importância das equipas de gestão e o gestor de topo não são, na maioria dos casos, notórias, na medida em que, mesmo nas organizações onde a liderança é inquestionável e suportada por equipa de executivos, o líder sofre essa influência, consoante as diferentes personalidades que, por sua vez, interagem na organização, admitindo-se, no entanto, serem as suas características cognitivas dominantes e orientadoras. Por outro lado, citando Norburn (*op. cit.*, p.101), *verificam-se diferenças entre as características dos gestores e o sucesso económico das empresas pelas quais são influenciados estrategicamente*. Este investigador reporta-se a Katz & Kahn (1978) e reforça a ideia dos líderes das organizações serem um dos maiores determinantes do sucesso ou fracasso, e distingue, por sua vez, três diferentes escolas de pensamento sobre as teorias da liderança: (1) a dos traços de personalidade; (2) a do estilo de comportamento; e, (3) a dos determinantes de situação.

Referindo-se à escola dos traços de personalidade, seguindo de perto o trabalho de Norburn (*op. cit.*, p.103), diversos autores invocam, por razões diferentes, que o que faz a diferença entre o sucesso ou insucesso, da competição entre o crescimento e a estagnação e entre a sobrevivência e o fracasso, são as características dos líderes, tais como: (a) a acentuada necessidade de antecipação e criatividade (Bray, Campbell & Grant, 1974); (b) a necessidade de realização (Miner, 1975; McClelland, 1965, 1975); (c) a significativa correlação com as medidas de crescimento da empresa (Wainer & Rubin, 1969; Hundal, 1971); (d) a forte



necessidade de realização e poder (Donley & Winter, 1970); (e) a influência da percepção pessoal da situação e dos problemas (Gordon, 1975); e, (f) a exigência de aptidão conceptual e criatividade, particularmente em situações de incerteza (Katz & Kahn, 1978). No que respeita à escola dos determinantes de situação, reportando-se a Osborn & Hunt (1975), salienta Norburn (p. 104) que as variáveis externas - por exemplo o contexto económico - deverão influenciar o comportamento da liderança.

A questão se a personalidade do gestor influencia a empresa ou vice-versa já não é, em si, uma questão, mas sim saber qual das orientações causais é a predominante (Miller & Toulouse, 1986, p. 1406). *Empresários estabelecidos exercem uma tremenda influência sobre a estratégia e estrutura da sua empresa, o que é documentado pela história de muitas empresas*, referem Miller & Toulouse (1986), acrescentando que *as organizações mais maduras procuram líderes que podem desafiar a cultura e os confrontos estratégicos colocados às suas empresas*, factor que pode acentuar a consistência entre a organização e a personalidade do gestor. Ou seja, esta relação deverá ser considerada, dentro de diferentes condições, num ou noutro sentido preponderante. Daí, os múltiplos e diversos estudos realizados pelos diferentes investigadores, lançando mão de outros tantos instrumentos e modelos, baseando-se em grupos de factores ou características, e procurando averiguar das razões porque umas organizações têm melhor desempenho que outras.

A personalidade do gestor tem maior impacte nas pequenas organizações devendo, portanto, estar mais relacionada com a estratégia e estrutura das pequenas empresas (Miller, de Vries & Toulouse, 1982) e com a tendência para a centralização do poder (de Vries & Miller, 1984), citado por Miller & Toulouse (1986, p.1390). Estes autores, baseados na literatura, sugerem três dimensões de personalidade que devem ser particularmente ligadas com a estratégia e estrutura: (1) adaptabilidade (Gough, 1960; Wissema, Van der Pol & Messer, 1980); (2) necessidade de realização (McClelland, 1961; Wainer & Rubin, 1969); e, (3) posição de controlo (Rotter, 1966; Miller, Kets de Vries & Toulouse, 1982). Cada uma das dimensões de personalidade-tipo apresenta muitas e diferentes associações com a estratégia, estrutura, estilo de tomada de decisão e desempenho organizacional.

Miller & Toulouse (1986) desenvolvem cada uma das dimensões de personalidade. O termo flexibilidade refere-se à adaptabilidade do pensamento da pessoa e do comportamento social.

Aqueles que são adaptáveis são *informais, aventureiros, confiantes, humorosos, rebeldes, idealistas, assertivos e egoístas e preocupados com o prazer e diversão pessoal*. Aqueles a quem falta flexibilidade são *deliberados, cautelosos, preocupados, industriais, defensivos, atenciosos, metódicos e rígido, formais e pedantes no pensamento e acima de tudo deferentes para com a autoridade, os costumes e as tradições* (Gough, 1960).

Os gestores adaptáveis tendem a desenvolver estratégias muito flexíveis e a considerar as condições ambientais. Procuram a nova informação e dão ênfase às condições de adaptação à mudança (Wissema, Van der Pol & Messer, 1980). Associam-se com a formulação intuitiva, a adopção do risco, a reacção, as estratégias de nicho e as estruturas da organização muito informalizadas (Miller & Toulouse, 1986, p.1405). Assim, a tomada de decisão reflecte esta adaptabilidade às orientações estruturais, as quais deverão seguir no sentido da informalidade e concederem maior delegação de autoridade. Por isso, é menos plausível a adopção da estratégia de liderança pelos custos, por exigir um sistema sofisticado para a determinação desses custos, a elaboração do orçamento e o controlo de resultados, associado a um outro sistema envolvendo os procedimentos burocráticos. Contrariamente, as estratégias de diferenciação, associadas à segmentação de mercado, adequam-se mais capazmente. Daí, verificar-se nas pequenas empresas ser o gestor mais sensível e estar melhor adaptado face ao desempenho, por ser essencial a resposta com prontidão face à mudança rápida.

Os gestores com necessidade de realização preferem trabalhar num problema de cada vez, não deixando ao acaso da sorte ou para outros os resultados, optando por trabalhar de forma estruturada e com sistemas de controlo adequados, por forma a acompanhar e actuar sobre o desempenho. Em regra, empregam o seu tempo a pensar e a procurar os melhores desempenhos, quer dizer, a fazer as coisas melhor (Atkinson, 1958). Habitualmente, fazem crescer muito mais rapidamente as empresas, resultando daí estratégias mais agressivas (Wissema *et al.*, 1980), maiores riscos e maior potencial de crescimento, dada a sua orientação para a diferenciação com recurso ao marketing. São mais ambiciosos e desejam ter o maior controlo possível sobre o contexto, o que implica dispor de uma estrutura mais sofisticada, centralizada e formalizada, referem Miller & Toulouse (1986, p. 1391). A necessidade de realização do gestor está relacionada com a disposição mais analítica e proactiva, o sentido da estratégia orientada para o marketing e com a apetência por estruturas

mais sofisticadas, centralizadas e burocráticas (*id.*, p. 1405).

Mintzberg (1978) considera que a propensão para o risco dos gestores de topo é importante para a estratégia da empresa. O nível de risco presente nas tomadas de decisão e no comportamento, em matéria de risco dos estrategas na formulação da estratégia pretendida, pode ser muitas vezes crítico para o êxito da estratégia.

Os gestores com responsabilidade de controlo dispõem de diferente percepção individual de medida e comportamento, consoante a posição na estrutura interna da organização, acreditando-se, por isso, que as consequências do seu comportamento dependem do seu esforço. Este tipo de personalidade correlaciona-se com uma estratégia de inovação orientada para o futuro, com o desejo particular de sucesso em contextos dinâmicos (*id.*, p.1405).

Constata-se que uma pessoa proveniente do exterior vê os acontecimentos da sua vida atribuíveis à sorte ou ao destino, na medida em que esses acontecimentos se encontram para além do seu controlo. Sendo assim, os gestores com personalidade orientada para a inovação acabarão por desejar mais as tarefas e funções que envolvam situações de impacte, menos alienantes e de maior persuasão do que aqueles apoiados no poder coercivo (Mitchell, Smyser & Weed, 1975). São mais a favor de estratégias proactivas, de inovação produto-mercado, dados a planear para o futuro, propensos a assumir posições de liderança face aos concorrentes e a tomar riscos (Miller, Kets de Vries & Toulouse, 1982), referido por Miller & Toulouse (1986, p.1393).

Tratando-se, em especial, de pequenas e médias empresas (PME)<sup>53</sup>, em contextos dinâmicos, verifica-se que a personalidade do gestor apresenta forte relação com a organização. A propensão para delegar autoridade, em contextos estáveis, apresenta correlação negativa com a necessidade de realização dos gestores das PME; ao contrário, aqueles propensos a assumir posições de controlo, em contextos dinâmicos, estabelecem clara relação com a estratégia de inovação produto-mercado e com as medidas de desempenho.

<sup>53</sup> Consideram-se pequenas e médias empresas as organizações com um volume de vendas anual que não ultrapasse dois milhões e quatrocentos mil contos ou empregue quinhentos trabalhadores, segundo a definição nacional (IAPMEI). Para melhor explicação, ver nota pé de página n.º 157.

O impacto da personalidade do gestor é muito maior nas PME, onde tende a ser mais ele próprio e onde estabelece contacto directo e frequente com os restantes gestores, jogando aí papel influente sobre a estratégia e sobre a estrutura.

Wiersema & Bantel (1992, p. 94) referem-se às características demográficas, em vez de simplesmente características, como indicadores de qualidades dos gestores (Hambrick & Mason, 1984), pelo facto da base cognitiva individual evoluir consoante a experiência, incluindo o treino e a prática (Cyert & March, 1963). Esclarecem terem procedido à verificação, recorrendo à investigação, da qual resultou a confirmação de relações entre as características demográficas e as crenças específicas, os valores e as aptidões.

A demografia refere-se a importantes variáveis causais que afectam determinado número de variáveis de intervenção e de processo e através delas alguns dos resultados da organização (Pfeffer, 1983, p. 350). Aquelas variáveis têm a ver com processos mentais e atitudes face ao risco, admitindo-se que algumas se relacionem com a receptividade do indivíduo para a mudança ou com a disposição para tomar riscos (Wiersema & Bantel, 1992, p. 94/95).

As variáveis demográficas podem distinguir-se segundo os traços demográficos e segundo os elementos de diversidade demográfica. No primeiro caso, identificam-se traços que têm a ver com a baixa idade, o curto mandato organizacional, o curto mandato da equipe, o alto nível educacional e a especialização técnica; no segundo caso, identificam-se variáveis que têm a ver com a idade, o mandato individual de gestão, o mandato da equipe e a especialização educacional (*id.*, p.93).

Zahra & Pearce II (1989, p.317), sustentando os seus pontos de vista em diferentes autores, desenvolvem algumas orientações ao redor das características de uma equipe de gestão eficaz, acrescentando existir modesto número de evidências empíricas quanto à influência das características da equipe e dos gestores no desempenho financeiro, o que consideram surpreendente quanto à importância e implicações. Segundo Provan (1980) distinguem-se dois grupos de factores: um, estabelecendo relação com as contingências internas; outro, com as contingências externas à organização. Para tratar com os assuntos internos os gestores deveriam possuir apropriados treino, educação, e experiência (Zald, 1967); para tratar com as incertezas externas os gestores deveriam dispor de convenientes ligações com a

política e com o mundo das finanças ou dispor de colaboradores que o assegurassem de forma competitiva (Pfeffer & Salancik, 1978).

Visando centrar a discussão nas características da equipe de gestores de topo, Zahra & Pearce II remetem a discussão para Norburn (1986). Este autor destaca, após examinar diversas características do gestor, os factores educação, experiência, crenças, atitudes e a prática recente. No caso dos gestores de indústrias em crescimento, evidenciou nove diferentes factores, dos quais referem-se o mandato curto, o contacto prolongado e influencia de outras culturas e a disposição para usar estilos participativos de decisão. Os estudos de Norburn mostraram também que três tipos diferentes de cenários de indústrias em crescimento, turbulência e declínio estavam associados com traços característicos e identificadores dos gestores envolvendo, nomeadamente, aptidões, crenças e especialidades, o que permitiu concluir que as características da equipe de gestão tem importância para o desempenho financeiro.

Num estudo realizado, visando observar as relações existentes entre um grupo extensivo de condições industriais e as características do gestor, aplicado a largo número de indústrias de produção americanas, Rajagopalan & Datta (1996) verificaram que havia relação entre as condições industriais e as características do gestor e que o ajustamento dessa relação tinha implicações no desempenho financeiro. Para isso, consideraram como características base do gestor e factores de medida o mandato da empresa, o nível educacional, o conhecimento funcional e a diversidade funcional.

O trabalho desenvolvido por Hambrick, Geletkanycz & Fredrickson (1993), procurou melhorar a compreensão de alguns dos mais significativos determinantes da propensão dos gestores de topo para o *status quo* dependente da indústria, da organização ou de factores pessoais. Pretenderam verificar a tendência que alguns dos gestores têm para não reagir à mudança, mesmo quando as organizações estão em grande dificuldade (*id.*, p. 402). Admitiram, para isso, factores psicológicos envolvendo crenças, conhecimento e a assunção de valores, com significado relevante para além dos tipicamente observáveis, como sejam, o mandato (Finkelstein & Hambrick, 1990), a educação (Bantel & Jackson, 1989), a via funcional (Song, 1982) e a situação na qual o executivo opera (Huff, 1982; Goodman, 1988).

Consideraram dois grupos distintos de características. Um dos grupos refere-se à especialização dos gestores, discriminada por onze áreas ou funções, a saber: contabilidade e/ou finanças, marketing e/ou vendas, produção e/ou operações, ciência e/ou tecnologia e/ou I&D, políticas e economia internacional, gestão de recursos humanos, línguas estrangeiras, especialização em medea/falar em público, negociação e resolução de conflitos, formulação de estratégia e domínio informático. O outro grupo refere-se ao comportamento dos gestores, constituído por quinze factores, a saber: comunicação frequente com empregados, comunicação frequente com clientes, personalidade que toma as mais importantes decisões, promoção do treino e desenvolvimento de gestão, recompensa da lealdade e extensão do serviço, desenvolvimento de planos para a sucessão de executivos, compensação pela *performance* individual, uso frequente de consultores externos, substancial delegação de autoridade, visitas frequentes a fábricas/escritórios afastados, envolvimento pessoal nos negócios públicos da comunidade, relevância para as previsões internacionais, manter apoio de *staff*, exemplo de grupo propenso à importância dos custos.

Outro autor considera as características dos líderes como uma de três dimensões-chave da liderança estratégica a estudar, devido aos efeitos nas organizações, colocando em evidência os factores demografia (mandato, idade, prática funcional, educação, conhecimento sócio-económico, riqueza financeira, posição accionista), heterogeneidade da equipe, dimensão da equipe, conhecimento, especialização, aptidões, personalidade, valores e estilo cognitivo (Hambrick, 1989, p. 9).

### 2.3.2- Contributos para o estudo

Da análise realizada visando recolher pontos de vista sobre a tipologia do gestor, bem como a sua relação de influência com as opções de estratégia, estrutura financeira e desempenho da organização, obtiveram-se distintos contributos para o estudo, dos quais destacam-se os seguintes:

- a) Diferentes autores (Weber, 1947; Schumpeter, 1950; House, *et al.*, 1991; Katz & Kahn, 1978) evidenciam o facto dos líderes influenciarem as organizações e serem um dos maiores determinantes do seu sucesso ou fracasso. Ou seja, as características dos líderes que levam à necessidade de antecipação, à necessidade de realização e de poder, à

percepção pessoal da situação e dos problemas e à aptidão conceptual e criatividade influenciam o crescimento e os resultados das organizações e fazem a diferença entre a competição que leva ao êxito ou ao fracasso (Donley & Winter, 1970; Hundal, 1971; Bray et al., 1974; Miner, 1975; Gordon, 1975; Norburn, 1986);

- b) Decorrem daí escolas de pensamento sobre as teorias da liderança orientadas segundo os traços de personalidade, o estilo de comportamento e os determinantes de situação. Uma particularidade discutida é o seu carisma que se associa à eficácia e do qual decorre a liderança carismática com impacte na indústria devido aos talentos de liderança e à propensão para a liderança 'transformacional' ou para a liderança transaccional;
- c) As características de gestão observáveis, tais como a educação, a prática funcional e o nível educacional influenciam as orientações estratégicas e o desempenho. São também importantes as características adquiridas com o tipo de formação ou experiência (Hambrick & Mason, 1984), observando-se que o comportamento do indivíduo reflecte a complexidade da natureza genética e cognitiva do indivíduo, nomeadamente tendo em conta que cada uma das percepções e interpretações do gestor deverá reflectir a sua base cognitiva (Wiersema & Bantel, 1992). Por sua vez, o comportamento daí resultante tem implicações no tipo de opção e desempenho das organizações (Miller & Toulouse, 1986; Hambrick et al., 1993; Rajogapalan & Datta, 1996; Boeker, 1997);
- d) São, por isso, factores que caracterizam os gestores de topo a educação, experiência, crenças, atitudes, tempo de mandato, estilo de gestão (de maior ou menor centralização ou sentido participativo na gestão), conhecimento e diversidade funcional e especialização. Tanto as características do gestor como as condições da indústria, por outro lado, têm implicações no desempenho financeiro (Rajagopalan & Datta, 1996);
- e) As escolhas estratégicas e o desempenho da organização estão associados às características do gestor de topo atendendo à forma como entendem os fenómenos reflectindo o tipo de liderança estratégica. Contudo, a sua percepção é limitada o que se repercute nos resultados (Thomas & Simerly, 1994);
- f) A liderança estratégica é uma área em expansão (Hambrick, 1989) que abarca diversos

campos teóricos, nomeadamente a teoria da personalidade da qual relevam-se a propensão para a antecipação e criatividade e a forte necessidade de realização e poder, a psicologia cognitiva e a teoria da agência no que respeita à relação de interesses entre sócios ou accionistas e gestores. Isto, porque é importante saber quais os factores do comportamento que sobressaem e influenciam a organização;

- g) Os grupos dinâmicos dotados de confiança e forte impulso para a acção orientam-se mais para situações de risco, denotam maior inovação e desenvolvem estratégias proactivas com reflexos no crescimento e resultados da empresa. O desempenho é um dos mais claros indicadores de viabilidade da sua estratégia e das mudanças operadas no mercado onde actua;
- h) Identificam-se distintos factores que afectam o desempenho, nomeadamente a quota de mercado, a intensidade de investimento e os factores da empresa dos quais consideram-se de grande importância a qualidade de gestão, o nível de formação dos gestores e o modo como são tomadas as decisões (Norburn, 1986; Wiersema & Bantel, 1992). Está em questão o comportamento do gestor afectando a opção de estratégia e o desempenho do qual destacam-se a idade, formação, nível educacional e experiência;
- i) Por outro lado, a personalidade do gestor influencia a organização verificando-se maior impacto no caso das pequenas empresas relacionando-se mais com a estratégia e estrutura financeira devido ao estilo de tomada de decisão, com maior ou menor tendência para a centralização ou autonomia de poderes. Neste âmbito, identificam-se diversas dimensões de personalidade, nomeadamente quanto à sua adaptabilidade, necessidade de realização e posição de controlo. No primeiro caso, a propensão vai no sentido da maior informalidade e confiança própria. No caso dos gestores com maior necessidade de realização são mais centralizadores e formais, com forte propensão para o risco adoptando estratégias agressivas orientadas para a diferenciação de marketing visando o crescimento. Quanto aos gestores com propensão para assumir posições de controlo, em geral adoptam estratégias de inovação face à propensão para enfrentar contextos dinâmicos propiciadores de situações de impacto, menos alienantes e de maior persuasão;



j) Considerando-se organizações maduras constata-se a sua tendência para procurarem líderes com características que evidenciem apetência para desafiar a cultura e assumam os confrontos estratégicos colocados a essas empresas (Miller & Toulouse, 1986);

k) No caso particular dos gestores com necessidade de realização verifica-se a propensão para fazer crescer mais rapidamente as empresas, por adoptarem estratégias mais agressivas de maior risco e recorrerem especialmente ao marketing (Atkinson, 1958; Wiersema et al., 1980). Quanto à tendência para a delegação de autoridade verifica-se ter forte relação com a organização, em especial, as pequenas e médias empresas num contexto dinâmico e ser aquele comportamento contrário ao gestor cuja personalidade caracteriza-se pela necessidade de realização (Wiersema & Bantel, 1992).

Em suma, as características dos gestores, nomeadamente a personalidade, comportamento e especialização funcional determinam o tipo de liderança e afectam as escolhas estratégicas com implicações na estrutura financeira e nos resultados da empresa.

## 2.4- Estratégia

### 2.4.1- Teoria e pontos de vista de diferentes autores

A estratégia diz respeito à tomada de decisão estratégica identificada como capacidade dinâmica fundamental, diferenciadora das empresas dotadas de desempenho superior, baseada na rapidez e alta qualidade das acções e na consistência dos processos (Eisenhardt, 1999, p. 66 e 74). Quer isto dizer, segundo Mintzberg *et al.* (1998, p. 11), que a *estratégia forma-se e é formulada*. Neste âmbito, deverá reconhecer-se como seu objectivo a identificação e desenvolvimento de competências distintivas das empresas, difíceis de imitar pelos concorrentes aos olhos dos clientes.

Aparecem, contudo, outros diferentes conceitos. Por exemplo, Mintzberg (*idem*, p. 9, 13 e 14)<sup>54</sup> refere que a *estratégia exige cinco definições* correspondendo a um plano, um padrão, uma posição, uma perspectiva e um “simulacro”<sup>55</sup>. Em seu abono confronta estes pontos de vista, nomeadamente com as definições apresentadas por Porter (1996), ao identificar estratégia com a criação duma *única e valiosa posição no mercado*, envolvendo diferente grupo de actividades, entendimento que corresponde à noção de posição, e por Peter Drucker (1970, 1994) ao corresponder estratégia com a «teoria do negócio», associada, neste caso, à noção de perspectiva.

A estratégia, muito embora as diferentes noções, é da maior importância para o êxito das organizações. Markides (1999, p. 6 e 56) sustenta que *por detrás do êxito da empresa existe uma estratégia superior*, podendo-se identificar segundo três dimensões, ou seja, baseada no conhecimento dos clientes, para aí concentrar as acções, no tipo de produtos a oferecer e nas actividades a desempenhar.

<sup>54</sup> Mintzberg (1998, pp. 15-18 e p. 120) sistematiza o conceito dizendo que a estratégia agrupa direcção, concentra esforços, define organização e fornece consistência, sendo a sua importância tal que «pode tornar-se vital para as organizações, pela sua ausência como pela sua presença» tanto mais quanto se tem de atender ao facto de nos «negócios não haver usualmente o antes, durante ou depois».

<sup>55</sup> «Simulacro» foi a tradução dada a «ploy». No livro «The Rise and Fall of Strategic Planning», editado em 1994, pp. 23-28, Mintzberg referente à questão «O que é a estratégia?» explica que a resposta se obtém com base em quatro diferentes definições. Este tema é retomado no livro «Strategy Safari», editado em 1998, pp. 9-15, onde desenvolve os seus pontos de vista apresentando explicitamente o facto da estratégia «exigir cinco definições».

Está-se perante conceito complexo originando diferentes pontos de vista. Por isso, compreendem-se e são actuais as diferentes interrogações colocadas sobre *o que é a estratégia* (Mintzberg, 1994; Porter, 1996; Eisenhardt, 1999), *o que é realmente a estratégia e como desenvolver uma boa estratégia* (Markides, 1999), *o que é a estratégia e qual a sua importância* (Whittington, 1993) e *o que é que significa estratégia* (Mintzberg, Ahlstrand & Lampel, 1998). Em busca de melhor compreensão, diferentes autores, nomeadamente Lengnick-Hall & Wolff (1999), Whittington (1993) e Mintzberg *et al.* (1998), evidenciam escolas de pensamento e correntes de conceptualização. Antes, porém, de apresentar este tipo de sistematização observe-se o que enunciam diferentes autores.

Evidenciando o papel e importância dos dirigentes, Hart (1992) argumenta que a estratégia depende do gestor ou da equipa de gestores, devido a interesses específicos próprios ou ao comportamento, por influenciar os processos de «fazer estratégia». Por sua vez, tem por base os objectivos da organização e forma dos alcançar, os recursos e capacidades disponíveis e os factores envolventes da empresa.

Ou seja, a estratégia envolve critérios, formas de abordagem e processos e uma prática que decorre de tomadas de decisão, visando a realização dos objectivos da organização, consubstanciados em medidas sucessivas ao encontro das finalidades e propósitos<sup>56</sup>. Pode ser explícita quando se reflecte no plano, originando processos de formulação. Ou pode estar implícita nas práticas de condução das organizações<sup>57</sup>. *Uma estratégia é sempre necessária quando o potencial de acção ou de resposta dos oponentes, que são inteligentes, se supõe vir a afectar seriamente o resultado desejado*, podendo a estratégia ser procurada na *forma como as organizações declaram, à priori, conduzir as acções ou, à posterior, verificar o resultado das decisões de comportamento actual*, referem Mintzberg *et al.* (1995, p. 6). Ou, citando Mintzberg (1972), *a verdadeira estratégia deve procurar-se no padrão emergente actual dos objectivos operacionais e das políticas e programas principais da empresa*.

<sup>56</sup> O conceito de estratégia pode expressar-se segundo diversos pontos de vista e consoante os autores, alguns muito diferentes da tradição militar ou dos escritos sobre negócios, como refere Mintzberg *et al.* (1995, p.4).

<sup>57</sup> Neste sentido, Mintzberg *et al.* (1995, p.4) consideram existirem diferentes definições de estratégia e introduzem a ideia das 'estratégias poderem formar-se na organização sem serem conscientemente entendidas, isto é, sem que sejam formuladas'. Isso advém do facto de 'muitas pessoas usarem implicitamente a estratégia mesmo que não tenha sido definida'. Esclarecem que 'não há respostas universais certas, como noutros campos, mas há interessantes e construtivas orientações'.

A estratégia toma como referência os *objectivos, propósitos ou metas e as principais políticas e planos para os alcançar, visando determinar os negócios em que a empresa se encontra ou pretende desenvolver e o tipo de empresa que é ou pretende ser* (Andrews, 1971, p. 15).

Rumelt *et al.* (1995, p. 16) referem-se a Chandler (1962) para colocarem em evidência a estratégia e estrutura, dada a relação existente entre si<sup>58</sup>. Neste caso, salienta-se o conceito de estratégia usado por Chandler, envolvendo as relações entre um grupo de propósitos e escolhas de gestão, querendo significar *a determinação dos objectivos essenciais da empresa a longo prazo* (estratégicos, referência nossa) *e a curto prazo* (programáticos, *idem*), *a adopção das medidas de acção e a atribuição de recursos necessários para realizar aqueles objectivos*.

As dúvidas suscitadas quanto ao conceito de estratégia leva Porter (1996) a escrever o texto intitulado, *O que é a estratégia?*, no qual coloca em evidência o conceito de posicionamento estratégico<sup>59</sup>. Define, então, a estratégia segundo três eixos: um, orientado para a *criação de uma posição estratégica única e válida, envolvendo um diferente grupo de actividades* (*id.* p.68); outro, visando assegurar a realização de *trade-offs* face à concorrência (*id.* p.70); e o terceiro, procurando *ajustamentos entre as actividades da empresa*, admitindo que *o sucesso da estratégia depende de fazer bem muitas coisas e de forma integrada* (*id.* p.75). Considera, portanto, a estratégia associada ao processo orientado para a melhoria permanente da eficácia operacional, com vista a alcançar posição no mercado.

Ao quererem responder à mesma questão, Hamel & Prahalad (1993, p. 77) baseiam-se em três elementos: a) no conceito de ajustamento ou relação entre a empresa e o seu contexto competitivo; b) na atribuição de recursos conforme as oportunidades de investimento; e, c) na adopção de atitude paciente face à perspectiva de rendibilidade do investimento a longo prazo.

<sup>58</sup> Têm sido realizados muitos trabalhos sobre as relações e influência existente entre estratégia e estrutura, nomeadamente, para saber em que sentido é maior essa influência. Dentre os muitos autores relevam-se os trabalhos realizados por Alfred Chandler, (1962, 1966).

<sup>59</sup> Posicionamento estratégico 'significa o desempenho de actividades diferentes daquelas dos rivais ou o desempenho de actividades similares por caminhos diferentes', refere Porter (1996, p. 62).

A estratégia, referem Araújo & Easton (1996, p. 368), pode ser considerada como *padrão numa corrente de acções e decisões* do qual se infere a existência de *um grau de consistência*<sup>60</sup> *implícito no comportamento das empresas, ao longo do tempo*. Esclarecem, no entanto, que a noção de *consistência deriva do exterior da organização, bem como da interacção entre o exterior e o interior*, o que leva a considerar diferentes fontes de consistência internas e externas. No primeiro caso, identificam-se com as práticas cognitivas e culturais e com os processos políticos, assumindo-se a empresa como uma arena para onde convergem diferentes interesses, processos tecnológicos ou económicos. No segundo caso, identificam-se com as relações de troca no mercado, relações de troca institucionais e com as estruturas de ligação.

O conceito de estratégia envolve diferentes planos da *empresa, do negócio e da acção internacional, existindo pelo menos três diferentes abordagens referentes à pesquisa multi-nível a aditiva, a comparativa e a interdependente*, referem Dess *et al* (1995, p. 382). Estes autores não distinguem empresa e negócio, identificando aquela como unidade estratégica de negócio.

Zou & Cavusgil (1996, p. 53) apresentam o conceito de estratégia global<sup>61</sup> como fenómeno próprio da globalização. Admitem que incorpore não só *orientação estratégica ampla mas também actividades específicas coordenadas mundialmente, tais como, fontes de recursos, I&D, produção e marketing*. A interacção directa com os clientes e concorrentes no mercado confere destaque ao marketing, sendo, por isso, a estratégia de marketing provavelmente a mais importante componente da estratégia global da empresa.

<sup>60</sup> 'Consistência aparece para ocorrer mesmo quando não é formal o processo de formação da estratégia. As intenções antecedem as acções ou são articuladas retrospectivamente depois das acções terem lugar' (Araújo & Easton, *id.*, p. 368). E, continuam, 'no ponto de vista das funções de estratégia a consistência fornece a direcção, a tomada de decisão futura e a coordenação entre as partes da empresa, não podendo nenhuma destas funções ser efectiva se a estratégia está constantemente a mudar'.

<sup>61</sup> Hamel & Prahalad (1985), citados por Zou & Cavusgil (*id.*, p.53) 'acreditam que uma estratégia global exige uma variedade de múltiplos produtos, assim como, investimentos em tecnologia, nomes de marcas e canais de distribuição que podem ser partilhados' reconhecendo Porter (1986) 'a interdependência entre vários mercados dispondo a estratégia global de duas dimensões básicas: a configuração das actividades de valor acrescentado e a coordenação das actividades atravessando os mercados'. A estratégia global 'tem sido sumariada em quatro postulados avançados por Collis (1991)', refere Zou & Cavusgil (*id.*, p.55) que se resumem 1) na interdependência entre uma posição competitiva do negócio; 2) na identificação da interdependência das fontes; 3) na configuração e coordenação das actividades mundiais dos negócios (Porter, 1986); e, 4) na estrutura de organização (Chandler, 1962).

Estes autores, citando Levitt (1983), introduzem outro conceito que denominam de estratégia global ótima. Diz respeito a *produzir um simples produto standardizado e a vendê-lo através de um programa de marketing standardizado. A estratégia global ótima relaciona-se com o desenvolvimento de competências nacionais orientadas numa perspectiva mundial* (id., p.54). Pretende-se alcançar o desempenho do negócio, *determinado não apenas pela estratégia global mas também pelas características internas da organização que jogam importante papel* (id., p.56).

O conjunto de referências permite contrapor diferentes pontos de vista sobre o entendimento que se tem de estratégia, associada à competitividade das empresas, sustentada na sua prática. Quando parece fora do alcance torna-se necessário *repensar muitos dos conceitos básicos de estratégia*, conforme referem Hamel & Prahalad (1989, p. 63).

A existência de diferentes perspectivas sobre estratégia leva a que se recorra ao seu enquadramento e integração em escolas de pensamento<sup>62</sup>.

Observe-se o que referem Lengnick-Hall & Wolff (1999)<sup>63</sup>. Estes autores admitem a existência de formas diferentes de tratar a estratégia, cada uma delas dotada de «lógica central», o que possibilita a identificação e articulação de problemas estratégicos e o estabelecimento da arquitectura conceptual envolvendo pelo menos três correntes de pesquisa, originando: 1) a estratégia baseada no ponto de vista do recurso da empresa; 2) a estratégia baseada na hiper-competitividade e alta velocidade; e, 3) a estratégia baseada na teoria do ecossistema/caos<sup>64</sup>.

Esta perspectiva toma como ponto de partida a conjugação de três distintos paradigmas: 1) *A estratégia tem sido alterada na sua natureza por se verificarem descontinuidades frequentes e existir forte e agressiva concorrência* (Hamel & D'Aveni, 1997); 2) *A hiper-competição*

<sup>62</sup> Discute-se se a lógica para compreender a estratégia vai no sentido da integração dos diferentes pontos de vista (Brown & Eisenhardt, 1997) ou se pelo contrário há factores-chave que as diferenciam (Lengnick-Hall & Wolff, 1998).

<sup>63</sup> Trata-se de diferente ponto de vista tomado em alternativa para estudar o conceito de estratégia. Baseia-se no termo genérico «lógica central» para descrever os princípios e premissas duma teoria da estratégia. A estratégia identifica um grupo de princípios articulados visando especificar os objectivos estratégicos, as estruturas, as competências e as expectativas criadas para assegurar o êxito. As premissas da «lógica central» descrevem os factores e relações que expõem as consequências esperadas das escolhas estratégicas e acções da empresa (Lengnick-Hall & Wolff, 1999, p. 1109).

<sup>64</sup> Ecossistemas definem-se como processos e estruturas em não-equilíbrio, abertas aos fluxos de energia e materiais. Baseiam-se nos conceitos de sistemas e teoria do caos (Lengnick-Hall & Wolff, 1999, p. 1114).

*exige mudança fundamental no focus da estratégia* (D'Aveni, 1994); 3) *É preciso construir e aplicar um novo ponto de vista de estratégia* (Hamel & Prahalad, 1994).

Quanto à primeira corrente de pesquisa da estratégia baseada no recurso da empresa assume-se como «lógica central» o recurso. Ou seja, a empresa deverá dispor de recursos tidos como capacidade interna capaz de explorar as oportunidades externas, desenvolvendo assim competências básicas que assegurem o futuro, por serem estas que permitem, quando bem usadas, desenvolver vantagem sustentada. Baseia-se, essencialmente nos seguintes princípios: 1) da vantagem competitiva sustentada; 2) da complementaridade e interdependência de recursos; 3) do desenvolvimento de capacidades e recursos; 4) da avaliação de competências e recursos; 5) da protecção das competência e recursos- chave; 6) da sustentação de vantagem baseada em modelo de equilíbrio evolucionário.

Quanto à segunda corrente da estratégia baseada na hiper-competitividade e alta velocidade da empresa assume-se como «lógica central» a *guerrilha*. A vantagem competitiva é obtida recorrendo a sucessivas e diferentes regras e combinações de activos adoptadas temporariamente. Centra-se, portanto, numa *série de surpresas radicais* e por tempo curto exigindo a redefinição sucessiva da ordem competitiva, o que não permite identificar uma verdadeira vantagem competitiva sustentada, referem Lengnick-Hall & Wolff (1999, p. 1113). São quatro os princípios em que se baseia: 1) da transitoriedade da vantagem competitiva; 2) da criação de desequilíbrios deliberados, frequentes e imprevisíveis; 3) da rápida realização de benefícios; 4) da agilidade e antecipação com sentido de oportunidade.

No que respeita à terceira corrente de pesquisa da estratégia, baseada na teoria do ecossistema/caos, assume-se como «lógica central» a complexidade. Sustenta que o sucesso estratégico reside nas aptidões da empresa em conduzir de forma dinâmica e não linear as relações emergentes, o que exige capacidade para competir e cooperar. São seis os princípios em que se baseia: 1) a sobrevivência tem como pré-requisito um ecossistema comunitário saudável; 2) o sistema social é não linear e dinâmico; 3) os factores (catalizadores) influenciam e organizam o sistema; 4) a mudança sistémica é um processo contínuo; 5) a auto-organização provoca a transformação; 6) os valores e a cultura determinam os limites do sistema social.

Analisem-se, agora, as perspectivas avançadas por Whittington (1993, p. 1)<sup>65</sup>. Este autor introduz quatro concepções básicas sobre estratégia que denominou de *racional, fatalista, pragmática e relativista*, adiantando que *todas têm implicações radicalmente diferentes acerca de como "fazer estratégia"*.

Integram-se em quatro escolas de pensamento, com as suas assunções básicas e os seus lídimos representantes, identificadas como *escola clássica* (Ansoff, 1965, 1991; Porter, 1980, 1985), *escola evolucionista* (Hannan & Freeman, 1988; Williamson, 1991), *escola processual* (Cyert & March, 1963; Mintzberg, 1987; Cohen, March & Olsen, 1976; Pettigrew, 1990) e *escola sistémica* (Granovetter, 1985; Whittington, 1992).

A escola clássica, no essencial, considera a estratégia como um processo racional de análise e cálculo deliberados visando maximizar as vantagens a longo prazo. Admite que os contextos interno e externo da organização são o resultado do *bom planeamento* da estratégia o que *faz a diferença entre o êxito ou fracasso a longo prazo* (Whittington, *id.*, p. 3).

Como princípio de acção utilizam o método aplicado ao planeamento racional e como agente crítico o gestor, pois o processo *baseia-se na confiança e acção do homem de topo (o estratega) que utiliza os instrumentos racionais do planeamento*, refere Whittington (1993, p. 17). São características-chave desta escola de pensamento a análise racional, a separação da concepção da execução e a maximização do resultado. Ainda que não seja referência básica desta corrente de pensamento, Mintzberg é citado pelo facto de separar claramente a implementação da fase de formulação *conscienciosa e explícita* como fase distinta do processo estratégico.

A lógica vai no sentido de tentar prever o encadeado de acontecimentos, num determinado período temporal, partindo da necessidade, desde logo, de fixar objectivos. Ao longo do processo de decisão os gestores precisam dispor de recursos para alcançar as metas a que se propõem, o que leva à realização do planeamento das sucessivas acções a empreender. Isto, a par do facto das organizações precisarem de referenciais para realizar o controlo.

---

<sup>65</sup> Os pontos de vista que se expõem referentes às diferentes escolas de pensamento e forma como se organizam, na perspectiva e esforço de conceber uma fórmula de integração para tratar a estratégia, segue de perto a obra publicada pelo autor.



As operações de planeamento pressupõem uma ordem por etapas e sequencial. Por outro lado, o processo exige que os objectivos se mantenham fixos, que os factores externos sejam relativamente estáveis e que o processo adopte, em cada momento, os actos decisórios adequados. A realidade demonstra serem os factores externos dinâmicos e imprevisíveis, o que perturba os quadros de referência tomados. Logo, a rigidez do planeamento racional torna-se pouco adequada em contextos turbulentos.

A escola evolucionista acentua que a longo prazo só sobreviverão aquelas empresas que garantam a maximização dos resultados, pois os negócios são como as *espécies de evolução biológica* cuja sobrevivência não se pode planear a longo prazo. Não subscrevem, portanto, os métodos do planeamento racional, correspondendo a *evolução à análise custo-benefício da natureza* (Einhorn & Hogarth, 1988), refere Whittington (*id.*, p. 18).

O contexto é implacável e imprevisível para que possa ser antecipado, reconhecendo-se ser o mercado dotado de dinâmica própria, hostil e de natureza fortemente competitiva. Como princípio de acção os teóricos evolucionistas entendem os acontecimentos baseados no princípio da sequência aleatória e tomam como agentes críticos a organização e o mercado, não sendo, portanto, os gestores quem faz as escolhas importantes.

*A economia de recursos é a melhor estratégia. Só a vantagem comparativa real tem eficiência relativa. Os gestores devem concentrar-se nos custos, especialmente nos «custos de transacção» de organizar e coordenar. Um esforço de «estrategizar» raramente deverá prevalecer se um programa fracassa por excesso de custos de produção, distribuição ou organização* (O. Williamson, 1991), citado por Whittington (1993, p. 21).

A tese evolucionista, baseada nas aptidões e no princípio da sobrevivência, é compreensível num ambiente onde os factores externos sejam imprevisíveis e não possam ser afectados, tendo em conta: a) longos períodos; b) regras iguais para todos; c) actuação, apenas, quando os fenómenos ocorram. No entanto, na sociedade actual as coisas não são bem assim, na medida em que os agentes por serem inteligentes e egoístas, dotados de capacidades, são levados a reagir em antecipação e fora dos contextos, no âmbito dos mais diversos cenários.

Por outro lado, estabelecem redes de influência constituindo grupos de interesse que, em

cada momento, procuram influenciar a sociedade e os mercados que são, por sua vez, imperfeitos. Logo, por estas e outras razões a tese evolucionista é eivada de fraquezas a par do facto dos indivíduos serem agentes dinâmicos.

A escola processual releva que a longo prazo o planeamento é inútil. Considera que os processos envolvendo as organizações e os mercados raramente são perfeitos, por forma a justificar as teses baseadas no planeamento e no paradigma evolucionista. Sendo assim, *as estratégias emergem de processos pragmáticos, da aprendizagem e de compromissos estabelecidos em cada momento, não sendo, por isso, completamente optimizadas (id., p. 4).*

O pensamento processual baseia-se no facto de tanto os processos das organizações como o mercado serem imperfeitos pelo que *o melhor é aceitar o mundo tal qual é. O homem económico racional é uma ficção, pois, na prática, as pessoas são só limitadamente racionais.* Estes princípios, segundo Whittington (1993, p. 23), remetem para *dois temas fundamentais do pensamento processual que são: a) os limites cognitivos sobre a acção racional (H. Mintzeberg, 1978, 1987); b) as micro políticas das organizações (A. Pettigrew, 1973, 1985).*

Esta perspectiva de abordagem orienta no sentido de considerar a estratégia como a *descoberta na acção (March, 1976)*, ou seja, o caminho a seguir no qual os gestores tentam simplificar e ordenar um mundo difícil de compreender, por ser bastante complexo e caótico. Assume uma *lógica incrementalista, gradual e adaptativa*, dotada da sua própria racionalidade em que *as estratégias são muitas vezes «emergentes» (Whittington, id., p. 26).*

Como princípio de acção utilizam a contingência e a organização e o mercado como agentes críticos. O máximo desempenho da estratégia deriva: a) da atenção dada à implementação; b) de explorar as imperfeições dos mercados para construir competências distintivas; c) de cultivar a flexibilidade como forma de incrementar a adaptação.

A realidade mostra que o mundo é imperfeito e mutável, que em grande parte o que muitas vezes se prevê não é realizado como se pretendia, o que obriga a adoptar comportamentos que consubstanciem o princípio da adaptação sistemática. Contudo, é necessário dispor de referências e objectivos que possibilitem guiar a acção. Verifica-se, portanto, ser esta uma

perspectiva de abordagem baseada na experiência que adopta o pragmatismo e, ao mesmo tempo, por força da necessidade de conduzir os processos, procura-se adoptar processos racionais de «algum» planeamento.

A escola sistémica, no essencial, considera que os objectivos e práticas da estratégia dependem da cultura e dos poderes do sistema social local, levando a que *as empresas se distingam de acordo com os sistemas económico e social nos quais estão envolvidas*.

*No ponto de vista sistémico, as normas que guiam a estratégia derivam de regras culturais da sociedade local e não tanto dos limites cognitivos da psique humana* (Whittington, 1993, p. 28). Esta referência sugere que as organizações e os indivíduos se integram na sociedade e contexto locais, onde assumem responsabilidades e outros compromissos formais e informais. São estabelecidas redes com as mais diversas entidades e com outros indivíduos, baseadas em alguns princípios base a respeitar, o que condiciona a acção. Estes compromissos envolvem desde os grupos sociais, grupos profissionais, famílias, sexo aos Estados e nações ou interesses externos.

A perspectiva sistémica enfatiza que os objectivos estratégicos e os processos reflectem os sistemas sociais nos quais a estratégia é elaborada, nomeadamente pelo facto do *estratega* reflectir as características do contexto no qual opera (*id.*, p. 37/38). Retoma, de alguma maneira, princípios do planeamento racional, adequados ao nível dos sub-sistemas, capazes de reagir a circunstâncias emergentes, o que torna mais complexo o sistema de aferição da estratégia.

Por último, analisem-se as perspectivas de tratamento da estratégia propostas por Mintzberg, Ahlstrand & Lampel (1998)<sup>66</sup>. Referem existir cinco definições de estratégia e dez escolas, sendo variadas as relações entre si, *embora algumas das escolas tenham as suas preferências*, razão porque não deve haver uma simples definição de estratégia (*idem*, p. 15).

Quanto às cinco definições propostas, destacando os atributos essenciais, indicam que: 1) estratégia é um plano; 2) estratégia é um padrão; 3) estratégia é posição; 4) estratégia é

<sup>66</sup> As propostas desenvolvidas por estes autores baseiam-se substancialmente na obra de Mintzberg (1994), «The Rise and Fall of Strategy Planning», na medida em que algumas partes do texto são as mesmas e em grande medida e fundamentalmente as ideias.

perspectiva; e, 5) estratégia é um «simulacro»<sup>67</sup>. No que respeita às dez escolas de pensamento, sobre a *formação da estratégia*, consideram as seguintes: 1) escola de *design*; 2) escola de planeamento; 3) escola de posicionamento; 4) escola empresarial; 5) escola cognitiva; 6) escola de aprendizagem; 7) escola de poder; 8) escola cultural; 9) escola de contexto; e, 10) escola de configuração. Por cada escola ou grupo de escolas identificam diferentes autores consoante a sua perspectiva de abordagem, fazem corresponder determinadas características dos «gestores» e reconhecem o processo conducente ao «fazer estratégia».

Mintzberg *et al.* (1994, p. 24) evidenciam o que reconhecem ser as diferentes formas de estratégia<sup>68</sup>, a saber: a) estratégia intencional; b) estratégia deliberada; c) estratégia realizada; d) estratégia não realizada; e) estratégia emergente.

A escola de *design*, enquanto processo de concepção baseado na adaptação e voluntarismo, determina que a estrutura suportada na organização segue a estratégia compreendida como processo integrado e adopta como premissas básicas as seguintes: 1) o processo é deliberado assente em pensamento consciente; 2) o gestor enquanto estratega é quem assegura o controlo; 3) o processo é simples e formal; 4) o melhor resulta de um processo de *design* individualizado; 5) o processo é completo quando a estratégia é formulada como perspectiva; 6) as estratégias deverão explicitar-se; 7) a implementação segue-se à formulação.

A escola de planeamento seguindo o processo formal assume-se como determinista, na medida em que procura prever e preparar as acções. Defende que os seus seguidores desenvolvem procedimentos extensivos para explicar e, sempre que possível, quantificar os objectivos da organização. Adopta como premissas básicas as seguintes: 1) a estratégia resulta de processo formal de planeamento controlado; 2) o gestor, em princípio, é o responsável pelo processo global; 3) a estratégia resulta do processo completo no qual se detalham objectivos, orçamentos, programas e operações.

<sup>67</sup> O termo que utilizam é «ploy», querendo significar «uma manobra específica e intencional para enganar um opositor ou concorrente» (1994, p. 29).

<sup>68</sup> Estratégia intencional compreende o delinear intencional das orientações e processos em função dos objectivos; estratégia deliberada resulta da convicção da existência de algum plano central, associado à existência de formulação, estando implícita a ausência de aprendizagem; estratégia realizada compreende a que determina, na prática, os objectivos alcançados; estratégia não-realizada compreende os processos ou planos que não foram consumados, decorrentes da estratégia intencional ou deliberada; estratégia emergente aquela cujo padrão realizado não foi expressamente intencional formando-se à medida dos acontecimentos, sem que tivessem sido formuladas acções ou processos.

A escola de posicionamento, seguindo o processo analítico, assenta no voluntarismo. Considera mais reduzido o papel de formulação da estratégia para a condução e análise estratégica como essencial para suportar o processo. Adota como premissas básicas as seguintes: 1) as estratégias são genéricas; 2) o contexto é económico e competitivo; 3) o processo de formação da estratégia é baseado na determinação analítica; 4) os analistas têm acentuada importância neste processo; 5) as estratégias resultam de processos devidamente articulados e implementados.

A escola de empreendedor adopta processo visionário assente na visão e voluntarismo dum líder, no *mais inato processo e estado mental de intuição, julgamento, sabedoria, experiência e discernimento* (id., p. 124). Assume que a estratégia é deliberada, emergindo de pensamento estratégico. Adota como premissas básicas as seguintes: 1) a estratégia existe como perspectiva na cabeça dos líderes; 2) o processo de formação de estratégia está semi-consciente e decorre da experiência e intuição do líder; 3) o líder promove a visão de forma simples e com obsessão; 4) a visão estratégica assenta no mais flexível; 5) a organização é flexível, com estrutura simples e capaz de responder às orientações do líder; 6) a estratégia empresarial tende a assumir-se na lógica de *nicho* com uma ou mais posições de mercado protegidas.

A escola cognitiva baseia-se no processo mental relativo à faculdade de conhecer, cujas estratégias *desenvolvem as suas estruturas de conhecimento e processos de pensamento principalmente através da experiência directa que forma o que sabem e o que fazem* (id., p. 150). Adota como premissas básicas as seguintes: 1) a formação da estratégia é um processo cognitivo que tem lugar na mente do estratega; 2) as estratégias emergem como perspectivas; 3) os *inputs* são apenas interpretações decorrentes de percepções; 4) as estratégias enquanto conceitos são difíceis de alcançar.

A escola de aprendizagem tem lugar como processo emergente sustentado na formação, em que as *estratégias não são formuladas mas sim formadas e surgem com as pessoas, actuando individualmente ou em grupo, na medida em que aprendem com as situações e com a forma de tratar com as capacidades da organização* (id., p. 176). Adota como premissas básicas as seguintes: 1) o fazer estratégia deve tomar a forma dum processo de

aprendizagem no tempo não se distinguindo formulação e implementação; 2) o sistema colectivo em especial é quem aprende; 3) a estratégia pode surgir de forma estranha e seguir caminhos não usuais; 4) os gestores originam novas estratégias através do processo de aprendizagem estratégica; 5) as estratégias aparecem como perspectivas para orientar o comportamento em geral.

A escola de poder segue o processo negocial assente na capacidade de influência, reflectindo *os interesses do grupo mais poderoso na organização* (id., p. 239). Adota como premissas básicas as seguintes: 1) a formação de estratégia é partilhada pelo poder e políticas assumidos como processo dentro da organização ou como comportamento no contexto externo; 2) as estratégias tendem a ser emergentes e tomam a forma de posição e simulacro mais que a forma de perspectiva; 3) o pequeno poder considera o fazer estratégia baseado na persuasão, discussão e alguma confrontação directa assumindo a forma de jogo político; 4) o macro poder considera a organização como promotora do bem estar assente no controlo ou cooperação com outras organizações através do uso da manobra estratégica.

A escola cultural segue o processo social em que a *formação de estratégia se torna a gestão do cognitivo colectivo, vista com base nas capacidades enraizadas na cultura, oferecendo um consenso integrado de ideologia*, com a estratégia profundamente sedimentada na história da organização (id., p. 283).

A escola de contexto assume-se como processo reactivo, baseado no determinismo decorrente da teoria da contingência, segundo o qual o contexto *ocasiona diferentes consequências dependente do processo de fazer estratégia* (id., p. 290). Adota como premissas básicas as seguintes: 1) o contexto está presente nas organizações constituindo-se como um conjunto de forças assumindo-se como central no processo de fazer estratégia; 2) a organização deve seleccionar as forças de contexto; 3) a liderança torna-se um elemento passivo com o propósito de apreender o contexto e assegurar a adaptação; 4) as organizações desfazem os *clusters* quando os recursos são escassos e as condições muito hostis.

A escola de configuração segue o processo transformacional integrando *a possibilidade de reconciliação das mensagens de outras escolas em que é descrito o estado da organização e o seu contexto referente às configurações e situação do processo de fazer estratégia* (id., p.

302). Adota como premissas básicas as seguintes: 1) a organização pode ser descrita em termos de algum tipo de configuração com características estáveis; 2) a estabilidade por força do processo pode ser interrompida dando lugar a outra configuração; 3) os sucessivos estados de configuração e períodos de transformação devem originar sequências padronizadas; 4) a chave para a gestão estratégica está em sustentar a estabilidade ou, pelo menos, adaptar a mudança estratégica e reconhecer a necessidade da transformação e ser capaz de gerir o processo; 5) o processo de fazer estratégia pode adoptar uma das concepções referente a escolas, representando configurações particulares; 6) as estratégias resultantes tomam a forma de plano ou padrão, posição ou perspectiva ou de simulacro.

Conjugando as escolas de pensamento da estratégia (clássica, evolucionista, processual e sistémica), formuladas por Whittington (1993), com os pontos de vista visando nova conceptualização das estratégias, apresentadas por Lengnick-Hall & Wolff (1999), num esforço para determinar factores comuns de avaliação percebe-se a dificuldade em estabelecer a sua integração. Avaliando os princípios expostos e contradições<sup>69</sup> reconhecidas, a par das implicações elaboradas, verifica-se ser possível o seu enquadramento, desde que sejam reformulados princípios.

Essa avaliação permite perceber que a estratégia baseada no recurso se integra claramente no âmbito da escola de pensamento clássico, associada à racionalidade do *líder heróico individualista, confiante, carismático e visionário* (Whittington, *id.*, p. 43), e a estratégia de hiper-competitividade e alta velocidade, com «lógica central» baseada na guerrilha, na escola de pensamento processual, associada ao *pragmatismo do líder heróico (idem)*. A estratégia baseada na teoria do ecossistema/caos, com «lógica central» baseada na complexidade, tem maior dificuldade de integração, na medida em que abarca características das escolas de pensamento processual e sistémica, associadas ao *relativismo do gestor de topo pertencente a elites de gestão (idem)*, com acção orientada para a conformidade.

Os gestores são os principais agentes da estratégia pelo facto de influenciarem ou decidirem as opções ou, ainda, por serem quem realiza a acção. O «fazer estratégia» é um processo envolvendo toda a organização, onde se destacam líderes e seguidores, referem Hart &

<sup>69</sup> O estudo apresenta de forma desenvolvida as contradições reconhecidas e as consequentes implicações. As contradições enunciadas: 1) condições de mercado; 2) propósitos estratégicos; 3) vantagem competitiva; 4)

Banbury (1994, p. 253). As suas características e a forma como interagem ao nível do grupo tem implicações no desempenho. Trata-se de uma capacidade que poderá diferenciar a empresa.

A teoria baseada nos recursos sugere que as empresas que possuem diferentes combinações ou níveis de recursos estratégicos e capacidades são melhor dotadas para enfrentar a competição. Neste âmbito, os gestores conferem vantagem competitiva à empresa, ao deterem aptidões específicas, podendo envolver uma ou múltiplas competências. A forma como influenciam o processo de «fazer estratégia», segundo Hart & Banbury (1994), tem repercussões no desempenho.

Para estudar os diferentes processos de «fazer estratégia», Hart (1992) identificou cinco modos que reflectem um padrão de interacção entre os papéis desempenhados pelos gestores de topo e os membros da organização, referidos por Hart & Banbury (*id.*, p. 254)<sup>70</sup>, que são: 1) comando, em que o gestor de topo apresenta estilo imperial e o membro da organização se caracteriza como soldado; 2) simbólico, em que o gestor assume estilo denominado de cultural (comandante) e os membros de jogadores; 3) racional, o gestor(*boss*) apresenta estilo analítico e os membros postura de subordinados; 4) 'transactivo', o gestor assume estilo de procedimento (facilitador) e os membros o papel de participantes; 5) generativo, o gestor apresenta estilo orgânico (*sponsor*) e os membros papel de empresário.

As empresas capazes de desenvolver competências em múltiplos modos de «fazer estratégia» devem procurar possuir recursos complexos, dada a dificuldade de imitação pelos concorrentes. Isto, porque as organizações dotadas de mais capacidades e recursos complexos terão mais êxito ao sustentarem vantagem competitiva. Reconhece-se, no entanto, conforme conclui Mehra (1996, p.318), certas configurações de recursos são superiores a outras pelo que deverá atender-se à sua importância.

---

imitabilidade; 5) horizonte temporal; 6) fonte de influência; 7) natureza das relações; 8) *focus* nos grupos de interesse (*stackholders*); 9) limites de fronteira.

<sup>70</sup> Num quadro elaborado, os autores apresentam modelos de processos de como fazer estratégia, seleccionados de nove trabalhos de investigação (Allison, 1971; Ansoff, 1987; Mintzberg, 1973; Bourgeois & Brodwin, 1984; Mintzberg & Waters, 1985; Chanffee, 1985; Grandori, 1984; Nonaka, 1988; Mintzberg, 1987).



Uma empresa usando processos de «fazer estratégia» referentes aos modos simbólico, 'transactivo' e generativo, por exemplo, demonstra possuir capacidade mais complexa, o que exige concertar o esforço de muitas pessoas (Hart & Banbury, 1994, p. 255).

Tratado o conceito da estratégia global a questão a admitir é se as considerações realizadas poderão ou não colocar-se na perspectiva da estratégia do negócio ou da empresa. Entende-se possível a sua adequação na medida em que um determinado mercado pode dispor de requisitos que, por uma ou outra característica, se assemelhem a factores de globalização. A abordagem que releva a importância do *marketing* permite perceber aquela adequação, o que ajuda a compreender as dimensões da estratégia de negócio. Em reforço deste ponto de vista, Zou & Cavusgil (*id.*, p.65) referem que a estratégia global envolve seis grandes dimensões, que se identificam com *a participação no mercado global, a standardização do produto, a uniformidade do marketing, os movimentos competitivos integrados, a coordenação das actividades de valor acrescentado e a concentração das actividades de valor acrescentado.*

Contudo, a estratégia não existe em abstracto é algo que depende dos efeitos resultantes de opções e da forma como são tomadas as decisões, com implicações a prazo, o que leva Porter (1996, p. 64) a referir não ser a estratégia um mero *slogan de marketing*, na medida em que as organizações estão submetidas a desafios que as obriga a concorrer, exigindo-se-lhes que encontrem a melhor forma para competir.

Torna-se, portanto, necessário acentuar a noção de estratégia. Williams (1994, p. 236) expressa que Mintzberg & Waters (1978) e Mintzberg (1987 a) indicam que *para compreender a estratégia deve-se reconhecer tratar-se de um processo que recorre a aptidões baseadas em atitudes e percepções. As crenças não são rapidamente observadas e não são facilmente monitoradas.* Este ponto de vista é de grande interesse, na medida em que são os gestores quem toma as decisões, fruto da sua perspectiva e pontos de vista, aos quais não são indiferentes as suas crenças, interesses e comportamentos e, naturalmente, as opções que resultam de objectivos assumidos.

Williams (*id.*, p.237) salienta a importância das crenças, *como capacidade baseada na contingência das experiências de vida do gestor*, e afirma que *as crenças geram actividade empresarial e, assim, liderança.* Cita mesmo Hambrick (1989, p.5), ao evidenciar que em

face da informação complexa, variada e ambígua, que tipifica a tarefa do gestor de topo, nenhum de dois estrategas deverá identificar, ou mesmo corroborar, idênticas opções para a empresa. Raramente deverão preferir as mesmas opções. Porter (1996, *id.*, p.77) atribui grande importância aos gestores quando refere que *o desafio que se coloca para desenvolver ou restabelecer uma estratégia clara é primeiro que tudo do foro organizacional e depende da liderança, sendo essencial para os líderes saber fazer escolhas*. Ainda, sobre o importante papel e função do líder, considera Porter, *este deve fornecer a disciplina para decidir*<sup>71</sup> *e manter a eficácia da empresa, sendo uma das suas mais importantes funções, numa estratégia explícita, a orientação dos colaboradores nas escolhas que surgem*. No entanto, os gestores devem *distinguir claramente eficácia operacional*<sup>72</sup> *de estratégia*. *Ambas são essenciais, mas as duas agendas são diferentes*.

Stalk *et al.* (1992, p.62) ao admitirem quatro princípios básicos da concorrência, sustentados nas capacidades<sup>73</sup>, visando o êxito das empresas, identificam o gestor cimeiro como um desses quatro princípios. Referem que *as capacidades estão associadas com a função exercida e que a adopção da estratégia se baseia nas capacidades e determinam o sentido ganhador do «gestor executivo»*<sup>74</sup>. Este ponto de vista é reforçado por Waalewijn & Segaar (1993, p.24), quando argumentam ser *a estratégia a maior parte das vezes baseada nos pontos de vista e percepções de umas poucas pessoas do topo da organização, dado terem bom conhecimento dos produtos, mercados, concorrentes, estrutura de custos, etc..*

A importância atribuída à aptidão para concorrer, sustentada nas capacidades, baseia-se no que Stalk *et al.*(*id.*, p. 65) denominam *a nova lógica de crescimento*, por transferir o essencial dos processos de negócio da lógica das *novas áreas geográficas para os novos negócios*. Verifica-se, portanto, que a estratégia surge para lidar com as fontes de incerteza externas, no quadro das quais o valor das decisões de investimento visam explorar e ganhar as necessidades latentes no mercado, sendo, para isso, nuclear o papel dos gestores.

<sup>71</sup> Para esclarecer sobre o que decidir 'é fundamental desenvolver a estratégia decidindo sobre qual o grupo de objectivos que a empresa deve servir referente a grupos de clientes, variedade e respectivas necessidades' refere (Porter, *id.*, p.77).

<sup>72</sup> Porter (*id.*, p. 62), esclarece as diferenças, definindo como eficácia operacional a capacidade para conseguir o melhor desempenho das mesmas actividades- unidades básicas de vantagem competitiva- ou similares face aos concorrentes.

<sup>73</sup> 'Uma capacidade envolvendo a aptidão para competir compreende processos de negócio que acrescentam valor ao cliente, percebidos como estratégicos'. Considera-se estratégico quando a acção 'começa e acaba com o cliente' (Stalk *et al.*, *id.*, p.62).

<sup>74</sup> Chief executive officer (CEO).

*Os gestores buscam estabelecer uma a uma as ligações entre finanças e estratégia, aparecendo essa ligação estratégica com a avaliação financeira, não como um simples problema mas como uma família de problemas, refere Grundy (1993, p. 90). Esta perspectiva tem interesse pela influência que se supõe existir entre a estratégia e as finanças da empresa e vice-versa, o que de alguma forma implica com a estrutura financeira, com a composição dos activos e com a estrutura de capital. Os gestores não distinguem com facilidade os diferentes tipos de valor criado pelas decisões de investimento, por verem nos «intangíveis» uma «caixa negra», dentro da qual, o valor sobre o investimento inicial muitas vezes desaparece ou não é reconhecido (id., p. 92). Está-se centrado no papel essencial do gestor quanto às suas opções e decisões, das quais relevam-se a estratégia<sup>75</sup> e as respectivas consequências.*

A principal questão que se coloca, hoje em dia, a qualquer organização, seja de que tipo for, prende-se com as condições necessárias para competir com vista a assegurar o seu desenvolvimento num mercado concorrencial e em acelerada mudança. Essas condições colocam-se, por um lado, ao nível interno da organização, dependentes do tipo de actividade ou negócio, por outro, ao nível externo da organização, no mercado, expressas no grau de exigência dos clientes, consumidores ou utilizadores e no comportamento dos concorrentes.

São dois os planos que interagem e que têm de se levar em conta, em cada momento. Se a nível interno a organização pode influenciar e mesmo alterar as suas condições, quanto à estrutura, processos e aptidões, já a nível externo as coisas são bem mais difíceis e contingentes<sup>76</sup>. É neste quadro que ganha relevância a forma e o processo que conduzem à optimização dos recursos e a necessidade de adequar a organização, conforme aos seus propósitos e objectivos. Para isso, tem de escolher-se de entre diferentes opções e passar à acção tomando decisões.

Trata-se de colocar em prática a estratégia considerada mais adequada. Contudo, atente-se ao facto dos concorrentes, em princípio, assumirem preocupações semelhantes. Logo, quando

<sup>75</sup> Sobre a importância e papel do gestor na organização e, particularmente, na empresa desenvolveu-se matéria em ponto anterior deste estudo.

<sup>76</sup> Rumelt *et al.* (op. cit., p.17) referem que 'uma avaliação interna de forças e fraquezas permite a identificação de competências distintivas e uma avaliação externa das ameaças e oportunidades a identificação de factores de sucesso potencial'.

se disputam os mesmos recursos, nomeadamente matérias primas, e se oferecem os mesmos produtos ou serviços, o êxito depende das competências distintivas<sup>77</sup>, por conferirem vantagem estratégica que cada uma das organizações oferece em particular. Neste quadro de avaliação, a questão fundamental reside em conhecer a essência da estratégia.

*A essência da estratégia reside em construir uma postura que seja forte (e potencialmente flexível) na escolha dos caminhos, por forma a que a organização possa alcançar os seus objectivos, apesar de não serem visíveis as forças externas que devem interagir na ocasião* (Quinn, 1980, p. 11). Ou seja, como refere Markides (1999, p. 56), reside em *seleccionar uma posição que possa ser reclamada pela empresa para si própria*. Contudo, já Porter (1996, p. 64) considera que *a essência da estratégia reside nas actividades*. A questão centra-se *em escolher o desempenho de actividades diferentemente ou em desempenhar de forma diferente as actividades face aos concorrentes*. Num seu trabalho anterior Porter (1994, p. 434) enuncia que *a essência da estratégia é a escolha*.

A essência duma coisa é ela mesma. A essência da estratégia é a própria escolha estratégica. Para a empresa só terá realmente sentido se antes de tudo exercer actividades que tenham alguma vantagem competitiva, seja com base em baixos custos ou nalguma aptidão que permitam a sua diferenciação face aos concorrentes, por forma a obter um preço prémio, admitindo que *as empresas com um desempenho superior alcançam uma ou ambas as vantagens* (Porter, *id.*, p.434).

A questão da escolha estratégica coloca-se devido à existência da concorrência, ou seja, ao facto doutras organizações se proporem a fazer o mesmo em melhores condições, disputando recursos e mercados. Aliás, como referem Rumelt *et al.* (*op. cit.*, p.9), *por causa da concorrência as empresas têm de fazer escolhas estratégicas se quiserem sobreviver, nas quais se incluem a selecção de objectivos, a escolha de produtos e serviços a oferecer, o design e configuração de políticas, determinando como as posições da empresa concorrem no mercado de produtos, a escolha de um nível apropriado de expansão e diversidade e o design da estrutura da organização, sistema administrativo e políticas usadas, para definir e coordenar o trabalho*.

---

<sup>77</sup> Conceito desenvolvido por Selznick (1957), conforme referência feita a Andrews por Rumelt *et al.* (*id.*, p.17).

Stalk *et al.* (1992, p.62 e p. 68) referem que *a essência da estratégia não está na estrutura de produtos e mercados duma empresa mas na dinâmica do seu comportamento, sendo o objectivo identificar e desenvolver as capacidades difíceis de imitar, por forma a distinguir uma empresa dos seus concorrentes aos olhos dos clientes*. Noutro ponto, concluem que a essência da estratégia é *escolher os «requisitos» certos que, muitas vezes, são mutuamente exclusivos* (*id.*, p.69). Como se verifica, ainda que referido de forma distinta, a essência da estratégia reporta-se à escolha estratégica de «requisitos», tomados à medida que se vai colocando essa necessidade, consoante o tipo de produtos e capacidades que a empresa dispõe e das condições de mercado, ou seja, da sua dinâmica. Os produtos derivam da actividade ou negócio a desenvolver como condição indispensável, para o que se tem de obter vantagem competitiva, tendo como unidade básica a *actividade discreta*<sup>78</sup> que *cria valor para o comprador, proporcionando-lhe diferenciação* (Porter, 1994, p.435).

Os diferentes autores evidenciam ser a escolha dos caminhos e os «requisitos» de aptidão e condições de mercado a essência da estratégia, a qual tem por objectivo identificar as capacidades internas e os factores externos que, em cada momento, possibilitam a optimização das escolhas, baseadas na dinâmica do comportamento da empresa. É neste sentido que Mintzeberg *et al.* (1998, p. 316), ao caracterizarem dez escolas de pensamento sobre estratégia, se perfilam na escola denominada de configuração, considerando dever corresponder à *configuração a essência da estratégia*, pelo facto de *integrar as mensagens de outras escolas* (*id.*, p. 302).

Seja qual for a estratégia seguida pretende-se alcançar objectivos que se consubstanciam no desempenho da empresa<sup>79</sup>, podendo-se avaliar em termos de posição de mercado, crescimento da actividade ou indicadores de rendibilidade. Quer dizer, com as escolhas estratégicas procuram-se resultados que possibilitem à empresa assegurar o seu desenvolvimento. No entanto, tem-se tentado compreender em que medida uma ou outra opção de estratégia influencia o desempenho e de que forma, partindo da premissa que *uma “melhor” estratégia face aos concorrentes está associada com um melhor desempenho*, o

<sup>78</sup> Refere Porter (1994, p.435), ‘as actividades discretas são parte dum sistema interdependente no qual o custo ou a eficácia duma actividade pode ser afectado pelo desempenho de outros’, ou seja, ‘o custo do serviço pós-venda, por exemplo, é influenciado pelo *design* do produto, inspecção e como a instalação são desempenhadas’.

<sup>79</sup> Rumelt *et al.* (1994, p.21) indicam que ‘começaram nos anos 70 as tentativas para compreender e testar a ligação entre estratégia e desempenho’ referindo-se, em seguida, a três correntes centradas em Harvard donde

que se comprova pelos vários estudos efectuados, referem Rumelt *et al.* (*op. cit.*, p.21), estudos esses que *também revelaram a considerável heterogeneidade entre estratégia e desempenho.*

Se, de facto, existe aquela relação entre escolha estratégica e desempenho então seria de grande importância estabelecer princípios que de alguma forma possibilitassem assegurar a obtenção de determinados resultados, uma vez postados perante certa opção. Assim, cumpridos os requisitos, reduzem-se as incertezas e assegurava-se o desempenho. Neste sentido, Buzzell & Gale (1987) referem, de forma clara, haver evidência factual acerca da ligação entre estratégia e desempenho dos negócios, podendo verificar-se através da base de dados PIMS<sup>80</sup>. Trata-se de afirmação peremptória e importante sustentada nos trabalhos realizados, porquanto estabelece, desde logo, uma premissa a partir da qual podem desenvolver-se trabalhos noutras vertentes, nomeadamente determinar em que medida se afirmam essas relações e quais as implicações e importância.

Aprofundando o tema, expressam aqueles autores que *há princípios que podem ajudar os gestores a compreender e a prognosticar como a escolha estratégica e as condições de mercado deverão afectar o desempenho dos negócios* (*id.* p. 6). *Alguns desses princípios aplicam-se virtualmente a toda a espécie de negócios, enquanto outros se aplicam só a tipos específicos ou em certas condições.* Quanto a esses princípios sumariam meia dúzia das mais importantes ligações entre estratégia e desempenho, a saber: (1) o mais importante e simples factor que afecta o desempenho da unidade de negócio a longo prazo é a qualidade dos seus produtos e serviços, em relação aos concorrentes; (2) a quota de mercado e a rentabilidade estão fortemente relacionados; (3) a intensidade dos investimentos selectivos actua poderosamente sobre a rentabilidade; (4) muitos dos negócios identificados por “cão rafeiro” ou “pesos mortos” geram fluxos de caixa enquanto muitos do tipo “vacas leiteiras” estão “secos”; (5) a integração vertical é uma estratégia rendível para algumas espécies de negócios mas não para outras; (6) muitos dos factores estratégicos que impulsionam o ROI<sup>81</sup> também contribuem para obter valor a longo prazo (*id.*, pp.7-14).

---

sobressaiu Chandler, nos estudos da universidade de Purdue e novamente em Harvard, mas agora com base nos trabalhos de Michael Porter sobre estratégia competitiva e vantagem competitiva.

<sup>80</sup> PIMS (*Profit Impact of Market Strategies*) é um programa de pesquisa iniciado em 1972 por Buzzell & Gale, (1987) com o propósito específico de determinar como as dimensões-chave de estratégia afectam os resultados e o crescimento da empresa. Contém informação estratégica e financeira de cerca de 3 000 unidades de negócio.

<sup>81</sup> ‘Return on investment’ (ROI) equivale ao conceito de rentabilidade do activo total (RAT).

#### 2.4.2- Contributos para o estudo

Dos pontos de vista apresentados referentes à estratégia destacam-se como contributos para o estudo os seguintes:

- a) A estratégia é conceito complexo que tem como essência a escolha de caminhos e requisitos de aptidão (recursos e capacidades) e condições de mercado, visando objectivos que se consubstanciam no desempenho, expresso em termos de posição de mercado, crescimento de actividade e rendibilidade. Caracteriza-se pelas relações estabelecidas entre um grupo de propósitos e escolhas de gestão e compreende a adopção das medidas de acção e atribuição de recursos necessários para a realização dos objectivos (Chandler, 1962). Incorpora uma orientação estratégica ampla mas também actividades, tais como, fontes de recursos, investigação e desenvolvimento, produção e marketing de forma coordenada para alcançar os objectivos da empresa (Zou & Cavusgil, 1996).
- b) As escolas de pensamento possibilitam estabelecer quadros de referência para melhor compreender os pontos de vista de diferentes autores e a teoria, no sentido de esclarecer as assunções essenciais acerca das relações-chave. As correntes de pensamento sobre estratégia, identificadas, nomeadamente por escola clássica, escola evolucionista, escola processual e escola sistémica possibilitam averiguar a importância da complexidade dos recursos e capacidades face à necessidade em assegurar vantagem competitiva das quais derivam o papel desempenhado pelos gestores;
- c) O processo de «fazer estratégia» está estreitamente ligado aos gestores cimeiros e particularmente ao gestor de topo. Os pontos de vista apresentados por Hart (1992) ao identificar cinco padrões de interacção entre os papéis desempenhados pelos gestores de topo e os membros da organização, comando, simbólico, racional, 'transactivo' e generativo, estabelecem um quadro de referência importante. Nomeadamente, a uma maior complexidade dos recursos e capacidades, aos quais estão associadas vantagens competitivas, corresponde a conjugação de vários modos (por exemplo, simbólico e 'transactivo') e distintas medidas de desempenho (por exemplo, indicadores de rendibilidade, qualidade e crescimento a longo prazo);

- d) A estratégia enquanto processo recorre a aptidões baseadas em atitudes e percepções dos gestores que procedem às escolhas traduzidas em opções de estratégia (Williams, 1994). Deriva daí que nenhum de dois estratégias deverá identificar ou mesmo corroborar idênticas opções para a empresa, o que também tem a ver com as capacidades que se relacionam com a função exercida e determinam o sentido ganhador do «gestor executivo» (Hambrick, 1989) (Stalk *et al.*, 1992);
- e) As correntes de conceptualização da estratégia apresentadas por Lengnick-Hall & Wolff (1999) suportadas numa «lógica central» e identificadas como estratégia baseada no ponto de vista do recurso, estratégia de hiper-competitividade e alta velocidade e estratégia baseada na teoria do ecossistema/caos, possibilita destacar a importância e papel dos recursos e capacidades e das redes de interacção em que as empresas operam face ao elevado contexto de competição;
- f) Os gestores buscam as relações entre as finanças e a estratégia quanto a compreender a existência ou não de determinado tipo de estrutura financeira, nomeadamente quanto à composição dos activos e à estrutura de capital da empresa (Grundy, 1993);
- g) As empresas com desempenho superior apostam alternativamente numa estratégia baseada em custos baixos ou seguem uma estratégia assente nalguma aptidão que lhe permita a sua diferenciação face aos concorrentes obtendo com isso um preço prémio (Porter, 1994). A escolha criteriosa de produtos e serviços a oferecer, por exemplo, recorrendo a linhas de produtos ou a novos produtos e serviços, e a escolha de um nível apropriado de expansão são opções de estratégia com impacte no desempenho (Rumelt *et al.*, 1994). Uma “melhor” estratégia face aos concorrentes está associada com um melhor desempenho (Rumelt *et al.*, 1994; Buzzell & Gale, 1987). A intensidade dos investimentos selectivos em tecnologia ou investigação e desenvolvimento actua poderosamente sobre a rentabilidade (Buzzell & Gale, 1987).

Em suma, a opção de estratégia, nomeadamente, encontra-se estreitamente ligada às características dos gestores de topo, o que influencia as escolhas e implica na estrutura financeira, nomeadamente nas estruturas de capital e de financiamento e no desempenho da



empresa, seja ao nível dos resultados ou outros indicadores de medida.

A formação de estratégia, dependente do quadro de referência, vai no sentido de perfilhar, na concepção básica defendida por Mintzeberg *et al.* (1998), a escola configuracional, pelo facto de ser fundamentalmente um processo pessoal, um processo técnico, um processo psicológico e um processo colectivo. Já na concepção de Whittington (1993) a corrente de pensamento mais próxima identifica-se com a processualista em que a estratégia emerge mais do processo pragmático e fora de padrões limitadores.

## 2.5- Estrutura financeira

### 2.5.1- Teoria e pontos de vista de diferentes autores

As finanças da empresa<sup>82</sup> abrangem a teoria e prática da análise financeira, gestão financeira<sup>83</sup> e gestão dos mercados financeiros visando o estudo e a tomada de decisão envolvendo processos, critérios, opções de investimento, escolha de fontes e obtenção de meios, gestão de recursos e fluxos financeiros, avaliação do equilíbrio financeiro da empresa, análise de mercados financeiros, entre outros, para assegurar a rentabilidade da organização. Para isso, utiliza a modelização e aplicação de instrumentos e técnicas do âmbito financeiro.

Muito embora se trate de matéria vasta, a orientação seguida neste trabalho restringe a abordagem ao campo da teoria financeira mais relacionado com a estrutura financeira (Brander & Lewis, 1986; Myers, 1998), da qual sobressai a teoria da estrutura de capital (Modigliani & Miller, 1958; Miller, 1977; Myers, 1984; Allen, 1995).

Sendo, no entanto, matéria com diferentes implicações recolhe vários pontos de vista sobre temas relacionados, dos quais referem-se a ordem de preferência dos gestores quanto ao tipo de financiamento da empresa (Donaldson, 1961; Myers & Majluf, 1984; Myers, 1984), os determinantes da estrutura de capital (Titman & Wessels, 1988; Harris & Raviv, 1991; Opler, 1997), a influência da indústria na estrutura financeira (Maksimovic, 1988; Balakrishnan & Fox, 1993), a implicação da opção de estratégia no comportamento da estrutura de capital (Barton & Gordon, 1987; Balakrishnan & Fox, 1993), o efeito das perturbações financeiras na determinação da «estrutura ótima do capital» (Kim, 1978; Castânias, 1983; Opler & Titman, 1994; Francis & Leachman, 1994) e o efeito da relação

<sup>82</sup> As finanças da empresa envolvem 'noções relativas à ciência e à técnica' utilizadas para resolver questões de natureza financeira cujo 'conhecimento é fundamental para se procurar atingir adequados padrões de gestão e para se alcançar perfeita compreensão (e correcta avaliação) das actuações gestivas e suas repercussões', refere Fernandes Ferreira (1985, p. 5).

<sup>83</sup> Fernandes Ferreira (*op. cit.*, p. 41) refere que 'a gestão financeira visa a tomada de decisões encaradas na perspectiva financeira ou do valor, relativamente a obtenções de recursos diversos (encarados como financeiros), a aplicações desses recursos e à gestão das disponibilidades (tesouraria)'. A gestão financeira, continuando a citar, tem por 'objectivos (específicos), os seguintes: a) assegurar à empresa a estrutura financeira mais adequada; b) manter a integridade do capital e promover o seu reforço; permitir a constante solvibilidade da empresa; e, assegurar a rentabilidade dos capitais'.

entre accionista ou sócio (mandatário) e gestor (mandatado) (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986; Hart, 1996).

A empresa, na perspectiva da sua estratégia competitiva, tem por objectivo maximizar os resultados ao passo que na perspectiva da teoria financeira se pretende maximizar o valor dos activos, refere Harris & Raviv (1991, p. 316). Contudo, saber como financiar a empresa é uma das questões fundamentais do gestor financeiro, para o que deverá ter em conta a sua estratégia a longo prazo, consideram Barton & Gordon (1987, p.67). A questão colocada depende, por sua vez, da *legitimidade e preferências do gestor de topo, por influir na tomada de decisão financeira*, concorrendo para determinar a estrutura de capital. Argumentam que *a gestão financeira deveria fornecer linhas de orientação visando constranger racionalmente as preferências dos gestores na selecção duma estrutura de capital. Infelizmente, no caso da estrutura de capital, os gestores com responsabilidade financeira têm ainda de colocar-se de acordo quanto aos factores que afectam a selecção duma posição de endividamento específica*<sup>84</sup>.

Esta posição confere grande importância ao gestor, pelo seu papel quanto às opções tomadas e pela escolha do tipo e montante do financiamento<sup>85</sup>, o que se depreende da teoria exposta anteriormente sobre tipologia dos gestores, nomeadamente, tendo em conta a complexidade do mundo actual, fazendo com que *os líderes sejam mais importantes que nunca, dependendo a sua eficácia da personalidade por influenciar as orientações e opções estratégicas* (House, et al., 1991).

Fernandes Ferreira (1985, p. 255) corroborando essa verificação, refere que, no caso do *nosso país*<sup>86</sup>, *ainda é frequente a concessão de crédito, particularmente do a curto prazo, basear-se em elementos meramente pessoais ou subjectivos: conhecimentos ou relações, idoneidade dos empresários, fortuna pessoal, etc.* Arremata dizendo que *é evidente que assim deixa de estar em causa a análise objectiva da capacidade de obtenção de crédito ou*

<sup>84</sup> Neste âmbito esclarecem Barton & Gordon (1987, p.68) que 'não existe nenhum acordo quanto ao nível do passivo que uma empresa deveria ter para obter a optimização da riqueza dos investidores ou quanto à estrutura de capital ter algum efeito no valor da empresa'.

<sup>85</sup> Fernandes Ferreira (1985, p. 149), refere a expressão financiamento como correspondendo a 'operações que consistem em dotar uma empresa ou qualquer instituição com (mais) recursos financeiros'. Chama, contudo, a atenção dizendo que deverá evitar-se 'a fácil confusão entre fundos (fontes de liquidez) e financiamentos (fontes de financiamento)'.

<sup>86</sup> A referência «caso do nosso país» é feita por Fernandes Ferreira (1985), situação que pode, naturalmente, estender-se a outros.

*de endividamento*<sup>87</sup>. Este ponto de vista, resultando da observação pessoal do autor, pretende evidenciar que em alguns casos o crédito é concedido não em função do mérito, quanto ao desempenho e capacidade para desenvolver negócios, mas deriva de favores decorrentes de relações sociais ou de outro tipo, o que deverá considerar-se à margem de critérios de decisão racionais sustentados em resultados.

Ao longo do texto surgem diferentes conceitos, dos quais relevam-se a estrutura de capital, a estrutura financeira, a estrutura de endividamento, a estrutura de financiamento e a estrutura de investimento, cuja definição é apresentada adiante<sup>88</sup>.

Chaganti & Damanpour (1991, p. 483) admitem que a estrutura accionista influencia a estrutura de capital e o desempenho da empresa e propõem três hipóteses de relação, constituídas com: (1) accionistas executivos; (2) famílias de accionistas; (3) instituições relacionadas com *insiders*. Destacam, citando Mintzberg (1983), que sendo o maior grupo constituído por executivos aumenta o poder de coesão e consistência interna mas diminui o poder dos grupos externos em influenciar as estratégias da empresa. Em reforço da ideia acentuam que, segundo De Angelo & De Angelo (1985), *a motivação para os executivos deterem acções ordinárias visa aumentar a sua influência junto do grupo da estratégia geral da empresa*.

Quanto às famílias de accionistas ou dispõem de partes equilibradas ou um dos grupos é maioritário. Em qualquer dos casos procurarão influenciar os gestores. Corroborando este ponto de vista, Chaganti & Damanpour acentuam que *para obter o melhor retorno do investimento os grupos accionistas tentam influenciar os gestores profissionais para um melhor desempenho financeiro*, acrescentando (*id., op. cit.*, p. 489) parecer-lhes existir uma *subtil relação entre grupos de accionistas, estrutura de capital e desempenho financeiro*. Acentuam que o determinante da acção, por parte dos accionistas executivos, *per se não se baseia na estrutura de capital da empresa*, admitindo, para cada caso, uma forma particular de estrutura de capital em função da estratégia da empresa que desejam prosseguir.

<sup>87</sup> Cabe desde já observar que o estudo referente à realidade das empresas portuguesas é de alguma forma paradigmático dado o tipo de organização ainda reinante na maior parte das unidades empresariais, como sejam, o facto da quase totalidade serem muito pequenas, pequenas e umas tantas médias empresas, considerando a média das empresas europeias e americanas, a razão de grande parte dos empresários portugueses disporem de baixa formação e ser recente a crescente necessidade e admissão de profissionais com formação académica.

<sup>88</sup> As definições são apresentadas no ponto 4.1 - Enunciação de conceitos.

Recorrendo a Donaldson (1961), evidencia-se o facto dos executivos deverem evitar o endividamento por *não se sentirem confortáveis com as restrições impostas pelos credores*. Esta não é a posição defendida por Jensen & Meckling (1976), argumentando ser interesse das empresas recorrerem ao máximo de endividamento. A terminar Chaganti & Damanpour (*id.*, p. 489) enunciam que *muitos estudos sobre a relação entre accionistas e desempenho têm considerado que cada uma das formas, assumida pelo grupo accionista, afecta a estratégia da empresa e o desempenho ou separadamente*.

Verifica-se que o papel dos gestores, no que respeita à opção de endividamento, é relevante mas que depende de factores diversos que os motivem a alterar o endividamento, nomeadamente, segundo Berger, Ofek & Yermack (1997, p. 1412)<sup>89</sup>: (1) para aumentar o valor da empresa, no sentido de uma mais adequada, embora menos confortável, estrutura de capital; (2) para aumentar o seu controlo de voto pessoal; (3) para praticar uma reestruturação, ainda que não necessariamente óptima, visando criar suficiente valor para manter os *raiders* afastados. Concluem que *o endividamento da empresa é afectado pelo grau de defesa do gestor, que nem sempre adoptam estruturas de capital com um nível de dívida que maximiza o valor e que o endividamento é mais baixo quando o gestor cimeiro dispõe de um longo mandato, tem fraco incentivo de compensação e não se confronta com um sistema de controlo forte por parte da equipa de administração ou dos accionistas principais*.

A estrutura de capital<sup>90</sup> duma empresa é o resultado de transacções envolvendo vários fornecedores de recursos financeiros, refere Kochhar (1996, p. 715), citando que *se tratam de trocas complexas associadas às mesmas dificuldades que deverão dirigir as imperfeições do mercado* (Yao, 1988).

<sup>89</sup> Verificaram que o endividamento é significativamente mais baixo nas empresas em que os gestores cimeiros têm características de auto-defesa e não dispõem de um sistema de controlo forte.

<sup>90</sup> Uma primeira abordagem à estrutura de capital é efectuada por F. Modigliani & Miller (1958), desenvolvendo um rigoroso estudo do mecanismo do endividamento relacionado com o valor da empresa. Demonstraram, refere Quintart & Zisswiller (1994, p. 212), que 'na hipótese de mercado perfeito (ausência de impostos e de custos de transacção, ausência de falências e a mesma taxa de juro nos empréstimos às empresas e aos particulares), o valor da empresa e o custo dos fundos eram independentes do endividamento numa mesma classe de risco económico. Assim, quando as dívidas aumentam, o valor da empresa (capitais próprios mais endividamento), o custo do endividamento e o custo médio mantêm-se constantes; por conseguinte, o custo dos capitais próprios aumenta. Este aumento compensa estritamente a diminuição do custo médio resultante do aumento do endividamento a um custo menor'.

Para uma apreciação actualizada das proposições de Modigliani-Miller ver o artigo de Merton Miller (1993).

A literatura sobre a estrutura óptima de capital da empresa, segundo Francis & Leachman (1994), pode dividir-se em quatro categorias, que são: (1) a hipótese imposto dedutível-custos de falência (Baxter, 1967; Miller, 1977; Kim, 1978); (2) a hipótese dos custos de agência (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977); (3) os modelos de sinalização (Ross, 1977; Myers & Majluf, 1984); e, (4) os modelos que demonstram ser irrelevante a estrutura de capital (Stiglitz, 1974; Miller, 1977; Fama, 1978). Este ponto de vista, contudo, deverá ser considerado limitativo, na medida em que tem também importância, nomeadamente, a perspectiva da hierarquização do financiamento (Donaldson, 1961; Myers, 1984).

Myers (1984, p. 575) considera a estrutura de capital<sup>91</sup> um enigma, formulando a esse respeito uma questão essencial, *como é que a empresa escolhe a sua estrutura de capital?* Responde que *não se sabe ou sabe-se muito pouco a esse respeito*, pois desconhece-se como são escolhidos o endividamento, o capital próprio ou os títulos híbridos emitidos, acrescentando que só recentemente se descobriu que *a estrutura de capital muda consoante o conhecimento da informação por parte dos investidores*, admitindo haver, em geral, *inadequada compreensão do comportamento financeiro da empresa*<sup>92</sup>. Contudo, mais adiante refere (*id.*, p. 577) que o *rácio*<sup>93</sup> *de endividamento óptimo*<sup>94</sup> *da empresa é usualmente*

<sup>91</sup> A estrutura de capital compreende 'as duas maiores classes de responsabilidade financeira, a dívida e o capital próprio, associadas a diferentes níveis de benefícios e controlo', refere Kochhar (1996, p. 713) acrescentando ser o 'capital um recurso crítico para todas as empresas por ser incerta a sua obtenção, o que possibilita aos fornecedores financeiros exercer o controlo sobre a empresa (Sterns, 1986; Sterns & Mizruchi, 1993)'. Sugere Kochhar (*idem*) citando que 'a estrutura de capital da empresa resulta da propensão dos gestores para o risco (Barton & Gordon, 1987, 1988), é afectada pelo mecanismo de gestão da empresa (Chaganti & Damanpour, 1991; Stearns & Mizruchi, 1993) e influencia a estratégia de diversificação da empresa (Chatterjee, 1990; Chatterjee & Wernerfelt, 1991)'.

<sup>92</sup> Sidney Barton & Paul Gordon (1988, p. 623) retomam aquelas preocupações evidenciando que nenhuma teoria financeira nem investigação tem sido capaz de fornecer acordo satisfatório sobre quais os factores que afectam as decisões da estrutura de capital ou mesmo como as decisões afectam o desempenho. Neste mesmo sentido, expressam-se Bengt Holmstrom & Jean Tirole (1989, p.79) no trabalho que realizaram intitulado *The Theory of the Firm*, referindo que 'provavelmente não se tem observado com suficiente profundidade as questões da estrutura de capital' e no qual sistematizam as mais recentes teorias em torno de três ideias: '(a) a estrutura de capital é parte de um esquema de incentivo para o gestor; (b) se a empresa (ou os gestores) está melhor informada quanto à corrente de retornos então a estrutura de capital deve assinalar a informação e alterar as percepções do mercado acerca dos retornos futuros; (c) as mudanças na estrutura de capital envolve mudanças nos direitos de controlo'.

<sup>93</sup> Fernandes Ferreira (*op. cit.*, p. 197) refere-se ao uso do 'neologismo correspondente ao inglês *ratio*, que procede do étimo latino *ratio* (razão)'. Em nota pé de página reforça o seu ponto de vista enunciando que 'o termo *rácio* é também perflhado pelo Prof. Gonçalves da Silva (Teoria da Contabilidade, lições policopiadas, ano 1960-61, pág. 193), pelo Prof. Cruz Vidal (A Eficiência das Empresas e a sua Medida, pág. 65) e pelo Doutor José António Sarmento (Gestão e Análise Contabilística dos «Stocks», pág. 223 e seg.)'. Optou-se por utilizar o neologismo *rácio* sempre que o termo *ratio* seja referido.

<sup>94</sup> A solvibilidade apura-se da relação entre o capital próprio e o passivo correspondendo ao inverso do *rácio* do endividamento. Contudo, em termos de análise retiram-se informações do mesmo tipo, ao invés. Fernandes Ferreira (*op. cit.*, p. 251/252) a propósito do *rácio* de solvibilidade refere que 'não é possível apontar um valor ideal já que este variaria de empresa para empresa, de ramo para ramo de actividade... sendo a capacidade de endividamento do empresário (leia-se empresa, referência nossa), em cada momento, tanto mais elevada quanto

visto como determinado pelo compromisso entre os custos suportados e os benefícios<sup>95</sup> do pedido de empréstimo, assegurando não variarem os activos da empresa e os planos de investimento. A empresa é retratada como balanceando o valor do imposto dedutível pelo pagamento de juros contra os vários custos de falência ou de turbulência financeira sendo suposto substituir dívida por capital próprio ou capital próprio por dívida até o valor da empresa estar maximizado<sup>96</sup>.

Francis & Leachman (1994, p. 43) tratam a teoria da estrutura de capital baseada nos custos de falência<sup>97</sup> e dos impostos para explicar as condições de equilíbrio, dos quais emerge um ponto de vista relevante quando expressam que são ignoradas as escolhas de reestruturação óptima da empresa em resposta às flutuações no valor dos activos ao longo do tempo. Ou seja, é ignorada do mesmo modo a dinâmica da estrutura de capital da empresa. Argumentam, citando Fischer *et al.* (1989), que os rácios da dívida quando são caracterizados por amplas variações sugerem que as empresas não têm uma estrutura óptima de capital por se verificar uma amplitude sobre a qual é permitido variar a estrutura de capital.

Estes autores vão mais longe e consideram que se existe uma estrutura óptima de capital ao nível da empresa individual, então, também existe ao nível agregado, premissa tida com valor e base para a realização de estudos entre diferentes actividades. Francis & Leachman (*op. cit.*, p.42) referem que se verificou consistente com as hipóteses de Miller (1977) haver uma relação de equilíbrio entre a estrutura de capital agregado das empresas e os impostos, o custo de agência, o custo de falência e o endividamento. Se se comprovar a existência de

---

maior for o valor do rácio da solvibilidade'. E, acrescenta, 'De facto, as empresas que trabalham com capitais próprios resistem mais facilmente a dificuldades pois não têm passivo a satisfazer e o capital próprio só se remunera se há lucros'.

<sup>95</sup> Os benefícios referem-se, nomeadamente ao conhecimento prévio do custo do dinheiro, ao princípio da teoria da ordem de preferência (Donaldson, 1961) e aos ganhos derivados do efeito fiscal.

<sup>96</sup> A probabilidade de falência ocasiona riscos que influenciam a estrutura de capital. Kale, Noe & Ramirez (1991, p.1693) referem que 'o risco do negócio é um dos determinantes primários da estrutura de capital da empresa e que a existência de dívida aumenta a probabilidade de falência dado as empresas com maior variação de *cash flows* terem mais elevado risco'. No entanto, estes autores citando Ferri & Jones (1979), Flath & Knoeber (1980) e Titman & Wessels (1988) contrapõem referindo que 'não há relação significativa entre o *leverage* da empresa e o risco do negócio'.

'O modelo de decisão de endividamento (CA/CP) da empresa de Bradley *et al.* (1984) mostra que a existência de taxas de imposto diferentes sobre a dívida (CA) e sobre o capital (CP) reflecte-se no investidor e o imposto não dedutível aplicado à dívida bem como os custos potenciais duma falência podem resultar numa estrutura óptima de capital' (Allen, 1995, p.400).

<sup>97</sup> Falência é um estado de transferência contingencial de controlo que facilita a renegociação dos contratos, refere Jaime Zender (1991, p. 1648).

uma estrutura padrão para um determinado sector de actividade poderá prever-se a estrutura de capital das empresas, dentro de variações justificáveis.

Um pouco neste sentido Castânias (1983, p. 1617)<sup>98</sup> refere que *a inclusão dos custos de falência, geralmente tidos em associação com a dedutibilidade do imposto pelo pagamento de juros tem levado diferentes autores a concluir que a estrutura de capital deverá afectar o valor da empresa*<sup>99</sup>. Neste caso, *a maximização do valor da empresa deve escolher a estrutura óptima de capital consistindo de dívida (ou capital alheio) e capital (ou capital próprio)*. Uma das conclusões que retira vai no sentido de considerar que as empresas que actuam em negócios com tendência para verificar «elevadas» taxas de fracasso têm tendência também para ter menos dívida na sua estrutura de capital, dado expressarem o sentido segundo o qual *se a estrutura de financiamento muda é afectado o valor da empresa por causa do imposto e dos custos de falência* (id., p. 1619).

As empresas são encorajadas a manter em reserva a sua capacidade de endividamento, na perspectiva de responder a oportunidades futuras que lhe permitam boa rendibilidade, em resultado de incentivos fiscais concedidos pela posse de dívida, dos custos de falência potencial e de agência, por limitarem a dívida, e pelo facto do acesso à informação ser diferente consoante os agentes (assimetria), referem Brealey & Myers (1991).

Por sua vez, Barton & Gordon (1987) salientaram o ponto de vista segundo o qual a estratégia da empresa, pelo facto da escolha depender do comportamento dos gestores, deverá fornecer uma base para compreender a estrutura de capital, decisão assente em valores e objectivos de gestão e na combinação de factores internos e externos à empresa, com impacte no risco financeiro e controlo. Myers (*op. cit.*, p. 576) sensível a esta possível abordagem, refere que *tem excluído as teorias do «gestor», tendo-o feito de forma arbitrária e provavelmente injusta, para explicar as escolhas da estrutura de capital das empresas*.

Referenciando diferentes trabalhos, Barton & Gordon (*op. cit.*, p.70) argumentam que o estudo da estrutura de capital sugere: (1) a necessidade de se concentrarem no comportamento da empresa (Donaldson, 1961); (2) que a decisão da estrutura de capital em

<sup>98</sup> Este autor coloca em evidência as hipóteses de irrelevância de Miller (1977) e as hipóteses imposto dedutível- custos de falência.



sistemas abertos é tomada pelos gestores cimeiros (Carleton, 1978; Donaldson, 1961; Fruhan, 1979); (3) que as decisões se «ajustem internamente» e sejam consistentes com um plano geral da empresa (Carleton, 1978); (4) que as decisões reflectem múltiplos objectivos e factores de contexto, nem todos de natureza financeira (Carleton & Silberman, 1977).

Por outro lado, por semelhança com a relação *estratégia-estrutura* estabelecida por Chandler (1962), propõem o desenvolvimento da relação *estratégia-estrutura de capital*, para a qual, noutro seu trabalho, Barton & Gordon (1988, p. 624) estabelecem cinco proposições, a saber: (1) a propensão para a tomada do risco pelos gestores cimeiros deverá afectar a estrutura de capital; (2) a definição dos objectivos da empresa pelos gestores cimeiros deverá afectar a estrutura de capital; (3) os gestores cimeiros deverão preferir financiar as necessidades da empresa através de fundos gerados do que recorrendo a credores externos ou mesmo a novos accionistas; (4) a propensão dos gestores cimeiros para o risco e o contexto financeiro específico da empresa afectam o montante que os financiadores devem emprestar e os termos em que deverá ser usado; (5) as variáveis relevantes do contexto financeiro moderam a apetência do gestor cimeiro para escolher uma estrutura de capital para a empresa.

Estes pontos de vista orientam-se no pressuposto de que as empresas tomam as suas decisões baseadas numa estrutura de capital assumida como objectivo, ou seja, em que os gestores pretendem assegurar uma determinada proporção entre dívida e capital próprio, nomeadamente, a longo prazo<sup>100</sup>. Numa mesa redonda sobre *o enigma da estrutura de capital* Myers (1998, p. 10)<sup>101</sup> explica que correspondendo a estrutura de capital a um rácio óptimo entre o endividamento e o capital próprio, apurados no lado direito do balanço, verificam-se sérias dificuldades por *não se conhecer como é que as escolhas do*

<sup>99</sup> 'As decisões da estrutura de capital, em determinadas condições, são relevantes para o valor da empresa', conclui Allen (1995, p. 424).

<sup>100</sup> Ronen Israel (1991), desenvolve outra perspectiva sobre a estrutura de capital dependente das condições do mercado, associadas às operações de *takeover*. Referem que 'quando uma equipa de gestores mais qualificada assume o controlo o valor dos activos da empresa aumentam'. E, continuam com a ideia, uma vez que as empresas controladas através do mercado de capitais estão sujeitas a operações públicas de aquisição (amigáveis ou hostis, referência nossa) o endividamento da empresa 'é usado para voltar a comprar acções dos *outsiders* para aumentar o poder de voto dos incumbidos da gestão (Harris & Raviv, 1988)'. Noutra perspectiva, o autor, citando Israel (1988), 'discute dois papeis para justificar o endividamento: primeiro, a dívida altera a estrutura accionista de capital; segundo, a dívida é usada para conseguir os benefícios do controlo por parte dos *raiders* sendo a estrutura de capital óptima, obtida pelo compromisso do preço mais alto que o *raider* tem de pagar com a mais baixa probabilidade do aumento de valor das aquisições'.

<sup>101</sup> Ver, Vanderbilt University Roundtable on the Capital Structure Puzzle (1998, p. 10) em que estas questões foram colocadas a Stewart Myers reportando-se ao seu trabalho, publicado em 1984, com o mesmo título.

*financiamento afectam o valor da empresa.* Assim, em seu entender, a estrutura de capital deverá compreender-se ao nível tático, no qual se analisam nomeadamente o efeito dos impostos, e ao nível estratégico, ao procurar explicar os rácios do endividamento médio das empresas a longo prazo. Neste caso, existem sérias dificuldades quanto aos critérios a utilizar, no quadro duma *teoria que prognostique o que os gestores devam ou não fazer.*

Naquele sentido das questões, Thies & Klock (1992, p. 49)<sup>102</sup> concluem haver diferenças quanto à utilização e escolha do tipo de endividamento, variando consoante o tempo e as características da empresa. Por outro lado, referem que as diferentes formas de endividamento não são perfeitamente alternativas e influenciam a estrutura de capital.

Myers (1993, p. 142) argumenta que *não há magia na alavanca financeira, logo, não há razões para sustentar a presunção que mais dívida é melhor. A dívida (capital alheio) deve ser nalguns casos melhor que o capital próprio e pior noutros. Ou, não deve ser nem melhor nem pior. Algumas vezes qualquer das escolhas é igualmente boa.*

Fernandes Ferreira (*id.*, p. 229) refere-se, em especial, à estrutura financeira<sup>103</sup> da empresa, enunciando que *se estiver equilibrada e simultaneamente garantidos o rendimento e a segurança, a empresa reúne condições de estabilidade*<sup>104</sup>. Para um exame perfeito do equilíbrio da estrutura financeira de uma empresa, importa conhecer a composição ou o desdobramento das diversas categorias patrimoniais do activo (v. g., disponível, realizável e imobilizado), determinando os recursos próprios e alheios de que a empresa dispõe com carácter permanente ou temporário. Mais adiante esclarece que as *proporções ideais dos bens activos, entre si ou relativamente às diferentes categorias do passivo, variam de ramo para ramo de actividade, de empresa para empresa, de acordo com as rotações do activo,*

<sup>102</sup> Referem que a dívida de curto prazo, a dívida convertível ou a dívida preferencial não podem ser tomadas como combinações lineares e alternativas da dívida de longo prazo.

<sup>103</sup> A estrutura financeira diz respeito ao balanço da empresa, considerando Fernandes Ferreira (1985) que deverá estar em equilíbrio, avançando, por esse motivo, com explicações. Percebe-se, portanto, que é diferente do conceito de estrutura de financiamento. Neste ponto, verifica-se que implicitamente tece considerações sobre a estrutura de capital ao referir-se a razões que explicam a necessidade de admitir 'os recursos próprios e alheios de que a empresa dispõe...'.  
<sup>104</sup> Fernandes Ferreira (*op. cit.*, p. 227) invoca o conceito de estabilidade de uma empresa referindo que 'dependerá, em cada momento, do equilíbrio financeiro existente entre as diversas parcelas do activo e os seus meios de financiamento'.

*as condições de prazo do financiamento<sup>105</sup> e a formação do fluxo de caixa e, ainda, temporalmente, de harmonia com a conjuntura.*

No ponto de vista de Myers (1998) a questão da estrutura de capital<sup>106</sup> tem sido colocada de forma incorrecta, porquanto a abordagem deveria começar com a análise das *percentagens das diferentes espécies de financiamento, apuradas no lado direito do balanço*, ou seja, não se deveria começar pela estrutura de capital mas pela estrutura de financiamento<sup>107</sup>. Isto, porque a taxa de endividamento parece não ter muita importância, dado que, em tempos difíceis, o rácio passivo-capital mantém-se naturalmente baixo *ou pelo menos deveria manter. É uma atitude de «segunda ordem» quando comparada com a escolha da estrutura de financiamento.*

Kochhar (1996, p.724) argumenta que as escolhas do financiamento e da estrutura de capital estão entre as decisões-chave tomadas pelos gestores, ponto de vista secundado por Williamson (1988, p. 567) quando refere que o facto de *um projecto ser financiado por dívida ou capital depende principalmente das características dos activos<sup>108</sup>.*

*Embora se reconheça a importância da estrutura de capital o que ganha realmente destaque é a estrutura de financiamento*, entendida segundo os direitos de propriedade e de controlo e na perspectiva do tipo, montante e custo das fontes de financiamento das quais decorre, para cada caso, o tipo de estrutura de capital (Myers, 1998). A forma como se constitui o capital da empresa, montante e espécie, nomeadamente, com diferentes direitos concedidos aos accionistas<sup>109</sup>, derivados da posse de títulos de diverso tipo com distintas condições

<sup>105</sup> Fernandes Ferreira (1985), no capítulo IV, refere-se ao financiamento da empresa apresentando características do financiamento e tipo de fontes. Contudo, não se orienta no sentido de analisar a sua implicação na estrutura de financiamento, estrutura de capital e influencia no desempenho da empresa.

<sup>106</sup> Estrutura de capital refere-se não só ao rácio obtido da dívida sobre o capital próprio como diz respeito, também, à importância relativa dos diferentes instrumentos dívida e capital próprio, refere Erik Berglof (1989, p.237).

<sup>107</sup> A estrutura de financiamento é um conceito amplo que envolve a atribuição de direitos de decisão, controlo, medidas de desempenho, incentivos e, segundo Myers, 'toda a espécie de coisas'. Compreende a 'atribuição da propriedade das acções e do seu controlo o que inclui a divisão do risco e rendibilidade da empresa, particularmente dos seus activos intangíveis, entre os *insiders* na empresa e os *outsiders*' (*id.*, p. 10). 'Estrutura de financiamento não é a mesma coisa que *mix* de financiamento'.

<sup>108</sup> A este propósito Allen (1995, p. 423) conclui que 'as empresas com activos afectos (dados em garantia) recorrem mais ao endividamento, o que é consistente com Myers (1977) e Long & Malitz (1985)'.

<sup>109</sup> O conceito de accionista decorre do tipo jurídico da empresa, neste caso, sociedade anónima (denominada S.A.) cujo capital é titulado por acções representativas de unidades de capital. A questão a salientar deriva do facto de considerar se no caso da sociedade por quotas (denominada limitada) as observações e análise realizadas se comprovam da mesma forma. A avaliação da teoria produzida, salvaguardando requisitos de dimensão da empresa, organização, acesso a recursos e outros consideram existirem diferenças quando se

estatutárias ou outras, influenciam a tomada de decisão. Por exemplo, ao participarem na escolha dos gestores ou disporem de poderes para exigir destes determinadas orientações.

O tipo de relação estabelecida entre accionistas e gestores é, portanto, outro requisito relevante, dadas as diferentes situações verificadas, como seja o facto dos gestores poderem representar direitos próprios, de accionistas particulares ou actuarem reconhecida e exclusivamente visando a maximização do valor da empresa (Jensen & Meckling, 1976). Por outro lado, a forma como se constitui o passivo, quanto ao diferente tipo de dívida e respectivos montantes, influencia o desempenho da empresa e a estrutura de capital através, nomeadamente, do custo do endividamento e do efeito fiscal.

Ponderando a importância da estrutura de financiamento, Maksimovic & Zechner (1991, p.1621/1622) argumentam que *em indústrias imperfeitamente competitivas, onde as empresas actuam estrategicamente no mercado de produtos, a escolha da estrutura de financiamento afecta os níveis de produção óptima da empresa, ou seja, as decisões de investimento, mas não altera o valor da empresa. Mesmo quando a estrutura de financiamento afecta o incentivo dos investidores para investir as empresas, dentro da mesma indústria, são indiferentes face a estruturas de financiamento alternativas.*

Brander & Lewis (1986, p. 968/969)<sup>110</sup> esclarecem que as mudanças na estrutura de financiamento alteram a distribuição dos resultados entre credores e accionistas. A estrutura de financiamento influencia o equilíbrio do mercado por efeito da actividade (produção e venda), pelo que o proprietário prudente deverá ter incentivos para através da estrutura de financiamento influenciar o mercado a seu favor. Dado o comportamento dos concorrentes, a empresa que ignore o efeito estratégico das decisões de financiamento deverá ter um valor global inferior que outra preocupada em obter vantagem com estes efeitos.

Não obstante, se produzem bens de alta ou baixa qualidade, a estrutura financeira das empresas deve afectar a decisão dos investidores, sendo, no entanto, indiferente, no caso de empresas individuais, a escolha do nível de endividamento. Myers enuncia que *a estrutura óptima de capital compreende a percentagem óptima do passivo expresso no balanço que*

---

tratam empresas de grande dimensão e pequenas e médias empresas. Não coloca, em regra, questões quanto ao tipo jurídico de sociedade.

<sup>110</sup> Argumentam que os 'usos estratégicos da estrutura de financiamento são puramente predatórios...'

*maximiza o valor de mercado da empresa*<sup>111</sup>. Acrescenta, no entanto, que colocada a questão neste sentido trata-se de visão estreita abrangida pelo conceito de estrutura de financiamento, uma vez que se perdem outras coisas para explicar o comportamento da empresa, como seja a importância dos gestores.

Patrick (1998, p. 69) refere que a chave para manter a estrutura óptima de capital tem a ver com as fontes de financiamento (dívida, capital próprio ou híbrido), seja para assegurar novas necessidades de capital próprio ou para o refinanciamento. Dentre as alternativas de financiamento a dívida é de facto a escolha, acrescentando (*id.*, p.74/75) que *a estrutura de endividamento pode aumentar o montante total de dívida disponível por alterar o perfil de risco de cada tipo, verificando-se que muitas empresas de sucesso usaram o endividamento para financiar muito do seu crescimento*. Nas conclusões enuncia dificuldades quanto à determinação da estrutura óptima de capital da empresa, devido à necessidade em dispor de um balanço elaborado cuidadosamente, o que envolve diversos objectivos, nomeadamente a minimização do custo do capital e a manutenção da necessária flexibilidade para prosseguir estratégias que maximizem o valor enquanto se minimizam vários dos riscos que podem ameaçar a aptidão da empresa para conduzir aquelas estratégias.

O balanço apropriado depende duma variedade de factores, incluindo o contexto dos negócios e as condições específicas da indústria, devendo a estrutura óptima de capital ser avaliada tendo em conta a empresa e o *timing*. *A teoria do financiamento da empresa é matéria complexa e alguns dos seus aspectos não estão ainda resolvidos ou sequer explorados com a pertinência lógica desejável; é o caso, por exemplo, da questão, sobretudo prática, do limite do endividamento ou da estrutura óptima de capital* (Quintart & Zisswiller, 1994, p. 228).

Completando este ponto de vista, Myers (*op. cit.*, p.12) refere que *se uma empresa é muito rendível e não tem necessidade de fundos externos é provável que trabalhe para uma taxa de endividamento baixa, mas se tem poucos fundos deverá trabalhar para um rácio elevado. Estas empresas não estão a tratar a taxa objectivo de endividamento como se fosse um objectivo de primeira ordem*. Portanto, a estrutura de capital é uma parte relativamente

---

<sup>111</sup> A maximização do valor da empresa, segundo Zender (1991, p. 1646), implica a optimização dos contratos identificados pelos instrumentos de financiamento, ou seja, a dívida e o capital próprio que constituem a estrutura de capital da empresa.

pequena da equação de criação de valor para os investidores tomado este como o objectivo da empresa<sup>112</sup>.

Contudo, a estrutura de capital, o pagamento de dividendos, a existência de gestores proprietários de partes do capital ou o tipo de estrutura de financiamento podem ter o efeito de assinalar ao mercado, nomeadamente aos investidores ou credores da empresa, a qualidade e valor dos seus activos e obter daí facilidades face aos competidores (Myers & Majluf, 1984; Ross, 1977), citam Balakrishnan & Fox (1993, p. 8). Estes sinais dados ao mercado, hoje em dia, envolvem acções enérgicas através do *aumento da promoção, melhoria da qualidade, diferenciação dos produtos, segmentação e concentração, etc.*, assumidas como opções de estratégia que jogam um importante papel na determinação da estrutura de capital da empresa (*id.*, p.8). Isto, porque com estas acções transmitem para o exterior (instituições financeiras e outros financiadores) a confiança no seu próprio mercado de produtos para assim obter endividamento adicional. Pois, a empresa que aumenta a sua dívida confia no aumento dos resultados face a cada um dos níveis de resultados dos seus concorrentes. *A estrutura de capital pode ser parte da solução para o problema de sobre ou sub-investimento, servindo a estrutura de capital como um sinal emitido pelos «gestores»* (Ross, 1977), referido por Harris & Raviv (1991, p.311)<sup>113</sup>.

Harris & Raviv (1991, p.298) referem a necessidade de saber quais *as questões a resolver pela teoria da estrutura de capital na qual se devem incluir, nomeadamente, o efeito da mudança derivado da volatilidade dos cash flows sobre a estrutura de capital, a dimensão da empresa, a elasticidade da procura de um produto, a extensão da informação privada dos insiders, etc.*

<sup>112</sup> Na mesa redonda promovida pela universidade de Vanderbilt (1998, p. 14) sobre 'o enigma da estrutura de capital', Alice Peterson refere que 'quando se repartem os custos do capital pelos diferentes tipos de capital concentra-se mais significativo esforço no montante do capital, dispensando-se proporcionalmente mais tempo a discutir como obter mais resultados usando menos activos... desenvolvendo-se considerável esforço para alcançar o mais baixo custo do capital a longo prazo para gerir a estrutura de capital. Para isso, continua Peterson, determina-se uma taxa de endividamento objectivo a qual se insere dentro duma estrutura de capital objectivo o que permite através do plano estratégico medir a expansão do *cash flow* disponível e o nível apropriado de despesas de capital'. Neste mesmo texto McConnell (*idem.*, p. 22) refere que 'se a estrutura de capital deve ter importância não deve parecer ter muita importância pelo menos na perspectiva dos gestores, na medida em que não gastam muito tempo preocupados com ela. Um dos pontos com interesse decorre do anúncio que as empresas fazem quando emitem nova dívida... havendo, por isso, um efeito de sinalização'.

<sup>113</sup> Referem diversos modelos sobre a teoria do sinal, nomeadamente, modelo de Ross (1977), modelo de Heinkel (1982), modelo de Franke (1987), modelo de Poitevin (1989), modelo de John (1987) e modelo de Glazer & Israel (1990).

A teoria sugere que as empresas seleccionam a estrutura de capital consoante os atributos que determinam os vários custos e benefícios associados com o financiamento da dívida e do capital e que o tipo de activos possuídos, em muitos casos, afectam a escolha da estrutura de capital (Titman & Wessels, 1988).

Trata-se, portanto, de conhecer as diferentes *forças que conduzem a estrutura de capital* o que leva a identificar quatro categorias de determinantes da estrutura de capital, visando: (i) melhorar os conflitos de interesse entre vários grupos que reivindicam os recursos da empresa, incluindo os gestores (abordagem da agência); (ii) transmitir informação privada para os mercados de capital ou mitigar os efeitos da selecção adversa (abordagem da informação assimétrica); (iii) influenciar a natureza dos produtos ou a concorrência nos mercados de produtos ou de matérias; (iv) afectar o desfecho da luta pelo controlo da empresa. Compreendem, portanto, os seguintes determinantes: (1) os custos de agência derivados do conflito de interesses entre os gestores e os accionistas ou destes com os credores; (2) a importância conferida aos projectos pelo facto de se dispor de informação privilegiada; (3) o risco estratégico decorrente das opções por determinado produto ou matéria tendo em conta a concorrência; (4) o sistema de controlo e respectivos custos para a empresa derivados da possível tomada de posição de investidores externos.

Continuando, Harris & Raviv (*op. cit.*, p. 299) referem que a determinação da estrutura de capital deve considerar: a) a identificação de amplo número de determinantes que potenciem a estrutura de capital; b) a especificação de um relativamente pequeno número de «princípios gerais» que envolvam, nomeadamente, a previsão de falência e o efeito do endividamento sobre a propriedade do capital detida pelos gestores; e, c) a descoberta, num dado contexto, dos determinantes da estrutura de capital mais importantes.

Por sua vez, Rajan & Zingales (1995, p. 1451)<sup>114</sup>, de acordo com Harris & Raviv (1991), referem haver consenso em que o *efeito alavanca* (relação dívida-capital) *aumenta com o activo fixo, a poupança fiscal não associada à dívida, as oportunidades de investimento e a dimensão da empresa e diminui com a volatilidade, as despesas de publicidade, a probabilidade de falência, a rendibilidade e a existência de produtos únicos.*

---

<sup>114</sup> Argumentam que a um nível agregado o efeito de alavanca da empresa é razoavelmente semelhante entre os sete países mais desenvolvidos (Estados unidos da América, Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido e Canadá) e que aumenta com a dimensão em todos os países excepto na Alemanha.





Balakrishnan & Fox (1993, p. 6) destacam, por sua vez, como importantes determinantes financeiros da estrutura de capital: (i) a poupança fiscal não associada à dívida; (ii) a volatilidade dos ganhos; (iii) as oportunidades de crescimento; e (iv) a estrutura da indústria'. Estes autores sustentam a razão porque consideram aqueles determinantes, reportando-se a trabalhos realizados por diferentes investigadores. Citam Bradley, Jarrell & Kim (1984), referindo-se ao facto de verificarem que uma das mais importantes poupanças fiscais não associadas à dívida e a amortização são significativos e positivamente relacionados com o efeito de alavanca. Verifica-se, no entanto, que a relação entre a volatilidade dos ganhos e o endividamento é significativa mas negativa, obtida pelo rácio determinado pela relação entre o valor de contabilidade da dívida a longo prazo e o valor de mercado do capital havendo, também, significativos efeitos sobre a estrutura de capital.

Estudando particularmente as pequenas e médias empresas (PME), no sentido de averiguar os determinantes que influenciam a estrutura de capital, Esperança & Gama (1999)<sup>115</sup>, admitindo tratar-se de matéria complexa sobre a qual não há posições definitivas, concluem que: *1) os custos de falência fazem com que as PME sejam particularmente sensíveis ao endividamento; 2) a dimensão das empresas parece ser um factor relevante que determina o crédito, particularmente a longo prazo; 3) a aptidão para fornecer garantias colaterais é um factor determinante para aceder às operações de crédito mais importante que os resultados obtidos; 4) as empresas mais jovens estão mais dependentes da dívida; 5) a existência duma relação positiva entre a dívida e o crescimento sugere que a estrutura de capital é passivamente determinada pela necessidade de obtenção de recursos financeiros para investir.*

Titman & Wessels (1988) com base em distintas teorias destacam diferentes atributos como afectando o nível do endividamento, ou seja, a estrutura óptima de capital evidenciando a estrutura de activos, a poupança fiscal não associada à dívida, o crescimento, a singularidade

<sup>115</sup> Em complemento, K. C. Chan & Nai-Fu Chen (1991) no seu trabalho sobre Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms, concluem que 'a diferença na eficiência de produção, a diferença do *leverage* e talvez a diferença resultante da acessibilidade ao financiamento externo tendam a fazer com que as pequenas empresas sejam mais arriscadas que as grandes empresas'.



por ser único, a classificação da indústria, a dimensão, a volatilidade dos ganhos e a rendibilidade<sup>116</sup>.

A estrutura da indústria deverá influenciar a estrutura financeira da empresa, conforme se depreende de Balakrishnan & Fox (*op. cit.*, p.3), ao enunciarem que *as características da indústria e aquelas específicas da empresa têm importância na determinação da estrutura de capital*. Pelo facto das empresas na mesma indústria se confrontarem com fornecedores e condições de procura semelhantes deverão ter características de risco basicamente semelhantes. No caso de *indústrias em declínio as empresas altamente endividadas perdem substancial quota de mercado para os seus concorrentes financeiramente mais conservadores* (Opler & Titman, 1994, p. 1037).

Marcus Allen (1995, p. 400)<sup>117</sup> acentua que a estrutura de capital é influenciada pelo tipo de negócio (sector de actividade), pelo que, em casos particulares, as empresas têm tendência a estar altamente endividadas e que, face às formas alternativas de negócio, as decisões sobre a estrutura de capital diferem consoante a característica das empresas. Neste mesmo sentido, pronunciam-se Ferri & Jones (1979, p. 643), ao concluírem que o sector industrial consoante a actividade influencia o endividamento da empresa.

Por sua vez, Maksimovic (1988, p.404) mostra que a estrutura óptima de capital depende do número de empresas na indústria, da elasticidade da procura, da taxa de desconto e do desejo de limitar a concorrência. Considera que *as vantagens do imposto associado com o financiamento da dívida deverá induzir as empresas a aumentar o seu endividamento*<sup>118</sup>. A estrutura de capital influencia o desempenho, tanto ao nível dos resultados como do crescimento da empresa, medido pelo aumento do volume da actividade ou dos activos,

<sup>116</sup> Dasgupta & Sengupta (1993, p. 219), no estudo que desenvolveram sobre *Sunk Investment, Bargaining and Choice of Capital Structure*, referem que além das 'variáveis tipicamente sublinhadas como variação do *cash flow*, dimensão da empresa, custos de falência e vantagem do imposto devido ao endividamento para explicar a variação na estrutura do capital' consideram outras duas variáveis que são 'o poder de negociação dos proprietários face aos trabalhadores e o preço «reapreciado» do capital'. Concluem que as empresas sindicalizadas têm maior proporção de dívida na estrutura de capital que aquelas não sindicalizadas'.

<sup>117</sup> Este trabalho orientou-se, no entanto, para as empresas estatais que admitem parcerias com privados.

<sup>118</sup> Maksimovic (*id.*, p.404) refere, em conclusão, que se o imposto é vantajoso obtêm-se os seguintes resultados: (1) o rácio dívida-capital próprio é provavelmente mais alto em indústrias concentradas; (2) as empresas nas indústrias que têm alta taxa de desconto têm rácios dívida-capital próprio mais baixos; (3) uma procura mais elástica ocasiona maior rácio dívida-capital próprio das empresas na indústria; (4) a dívida convertível deverá ser usada em indústrias fragmentadas com altas taxas de desconto; (5) as garantias (*warrants*) são mais prováveis observar em indústrias com altas taxas de desconto; (6) a dívida convertível

dependendo, também, da dimensão da empresa e do tipo de negócio, ou seja, do sector de actividade em que se enquadra (Santos, 1989, p.20 e p. 25).

Orientando-se para a relação entre o investimento, a estrutura de financiamento e a indústria, Maksimovic & Zechner (1991, p. 1619) argumentam que *os efeitos de diferentes estruturas de financiamento sobre as decisões de investimento não tomam em conta as relações entre os cash flows do projecto e as decisões de investimento de todas as empresas na indústria*, acentuando que *a estrutura de financiamento tem efeitos sobre o investimento e a decisão de produção, pois afectam o incentivo dos investidores para escolherem entre alternativas*. Nesta linha de ideias, argumentam que as decisões tomadas de investimento e produção, como o critério que os investidores controlam, não maximizam o valor da empresa endividada e têm sido aplicadas para analisar a dispersão do risco, o sub-investimento e a aptidão para realizar contratos óptimos com os seus clientes. No entanto, referem Balakrishnan & Fox (*op. cit.*, p.6), *nem os factores financeiros, tais como, a poupança fiscal não associada à dívida e a volatilidade da rendibilidade nem as características estruturais da indústria parecem explicar as variações observadas na estrutura de capital das empresas*.

Com estas observações e os trabalhos empíricos desenvolvidos, Maksimovic & Zechner (*op. cit.*, p.1620) retiram quatro indicações: (1) o risco dos *cash flows* dum projecto é internamente determinado pelas decisões de investimento de todas as empresas na indústria; (2) dentro de cenários razoáveis a estrutura de financiamento que cria incentivos para dispersar o risco e que reduz o valor da empresa quando em situação de isolamento, não baixa mais o valor ao tomar em conta a distribuição de projectos na indústria; (3) quando se admite a vantagem do imposto derivada da dívida o equilíbrio estrutural é assimétrico; (4) os determinantes principais da estrutura financeira da empresa, tais como a taxa de imposto, não só têm efeitos directos nas decisões mas também alteram a distribuição do equilíbrio dos projectos de investimento na indústria.

A estratégia da empresa, com as suas variáveis e interacções, deverá influenciar o comportamento da estrutura de capital, pois a perspectiva das escolhas de gestão, baseadas em valores e objectivos, deve ajudar a explicar a escolha da estrutura de capital, ainda que a

---

deverá ser preferida às garantias como instrumento para aumentar a capacidade de endividamento nas indústrias em que há vantagem nos impostos face à dívida.

*teoria financeira sugira o contrário* (Barton & Gordon, 1988, p.630). Dos pontos colocados em discussão por estes autores destacam-se: primeiro, *o facto dos resultados serem negativamente correlacionados com o nível da dívida sugere que os factores económicos puros não são apenas mecanismos para estabilizar a estrutura de capital, resultado este consistente com a proposição do comportamento segundo o qual os gestores das empresas desejam flexibilidade e liberdade face às excessivas restrições da dívida, sempre que possível*. Por exemplo, a rendibilidade fornece a aptidão para evitar a dívida por se usarem os fundos gerados para financiar o negócio; segundo, a perspectiva da estratégia é nova no sentido de *compreender a decisão da estrutura de capital, uma vez que o valor do conceito de estratégia reside em admitir a possibilidade de incorporar os efeitos financeiros tradicionais, enquanto se reconhecer a natureza idiossincrática e complexa do comportamento de gestão na empresa individual*.

Segundo o ponto de vista de Kochhar (1996, p. 714), *as decisões da estrutura de capital deverão provavelmente afectar a posição competitiva da empresa* (Balakrishnan & Fox, 1993) devendo, por outro lado, as opções de estratégia da empresa influenciar a estratégia financeira.

Barton & Gordon (1997, p. 70) lançam mão do paradigma da estratégia, baseado na ideia de Chandler (1962), para sugerir que *se a estrutura (organizacional) seguiu a evolução da estratégia nos variados estágios de crescimento da mesma forma consideram que a estrutura de capital (financiamento) segue a estratégia da empresa*, o que é consequente com o conceito de Andrews (1980) em que as decisões relacionam a empresa com o seu contexto, devendo ser internamente consistentes para alcançar os objectivos da organização. Levantam, por outro lado, a questão de saber quais os factores que interferem ou influenciam a escolha da estrutura de capital sobre o que referem que *o nível da decisão sobre a estrutura de capital é resultante de numerosos factores reflectindo a natureza do contexto e os valores e escolhas de gestão*, pelo que, a decisão é melhor compreendida quando estudada na perspectiva de gestão do paradigma da estratégia, em oposição à perspectiva global do mercado financeiro, que o mesmo é dizer, do paradigma financeiro. Ou seja, o paradigma da estratégia suporta as decisões da estrutura de capital que se baseiam em diferentes proposições (valores e aspirações de gestão, ameaças e oportunidades do contexto e forças e fraquezas da empresa), ao redor das quais emergem orientações decorrentes de vários

estudos de diferentes autores. Neste sentido, Weston & Brigham (1981) indicam que *o rácio de endividamento (dívida/capital próprio) da empresa representa o risco financeiro ao qual se expõe*.

Por outro lado, *os gestores cimeiros devem ter diferentes objectivos, consoante a empresa em questão, e as decisões estratégicas deverão «ajustar-se» e ser consistentes com aqueles objectivos* (Andrews, 1980). Noutro sentido, dependente da natureza da dívida contratada, a estrutura de capital pode afectar as prerrogativas dos gestores cimeiros, na medida em que, segundo Pfeffer & Salancik (1978), *desejarão reduzir a incerteza tentando adquirir controlo sobre as fontes de recursos críticos*. Ainda assim, o montante de fundos que deve emprestar ou investir afectará o nível de dívida máximo que uma empresa pretende obter, bem como o custo da dívida. Por último, constata-se que as variáveis específicas do contexto financeiro afectam a escolha de gestão da composição optimizada da estrutura financeira da empresa.

Opler & Titman (1994, p.1015) consideram importante o custo derivado de situações de dificuldade financeira para *determinar a estrutura óptima de capital*. Quer dizer, se uma determinada empresa, pelo facto de se encontrar endividada de forma não adequada ao tipo de negócio e situação do sector de actividade em que opera, nomeadamente, neste caso, se admitir que a indústria está em declínio, então existem custos que deverão ser apreciados por forma a conduzir o nível do endividamento para valores ajustados às condições de operação da empresa e à indústria em que se insere.

Myers (1984, p.580) refere que os custos da perturbação financeira incluem os custos legal e administrativo, os custos de agência, os custos devidos pelo risco moral e controlo e os custos derivados do contrato, por poderem levar à *delapidação do valor da empresa mesmo se a negligência formal é evitada*.

Argumentam Opler & Titman que as dificuldades financeiras podem carrear custos para a empresa, se a condição de enfraquecimento induz uma resposta agressiva por parte dos concorrentes, visando aproveitar a oportunidade para ganhar quota de mercado por disporem de melhor condição financeira. Berglof (1989, p. 242)<sup>119</sup>, considerando a perspectiva dos

---

<sup>119</sup> Este autor desenvolve um ponto de vista interessante quanto à estrutura de capital das empresas, consoante estão dependentes ou ligadas a grupo empresarial ou bancário, comparando com diversos sistemas de

accionistas face a dificuldades, explica que *quando a empresa está em dificuldade financeira os accionistas não suportam a totalidade dos custos das suas decisões, isto é, têm um incentivo para jogar de forma arriscada com as exigências dos credores.*

Contudo, outros autores têm argumentado que as dificuldades financeiras podem melhorar o desempenho da empresa, advogando para isso mudanças sugerindo o recurso, por exemplo, a operações de *leveraged buyouts* financiadas através do endividamento. Opler & Titman (*op. cit.*, p. 1016) acrescentam que, neste caso, *podem melhorar os valores da empresa por forçarem os gestores a maximizar o valor das escolhas que de outra forma evitariam* (Jensen, 1989; Wruck, 1990). Admitem diferentes situações, nomeadamente que as dificuldades financeiras podem causar perdas significativas nalguns casos e motivar escolhas para maximizar o valor noutros sendo muito difícil quantificar os custos e benefícios globais. Noutro passo, expressam o ponto de vista que se as situações de aflição financeira têm custos, então um maior endividamento deverá causar maiores dificuldades operacionais em estado de declínio. Ou, diferentemente, se as dificuldades obrigam a maior eficiência, neste caso, um maior endividamento melhorará o desempenho.

Opler & Titman identificam três diferentes situações de perda para caracterizar estes processos, ou seja: (a) a condução pelos concorrentes, situação em que as empresas financeiramente mais fortes devem assumir a vantagem para realizar a promoção ou tornar os preços dos produtos mais atractivos num esforço de expulsar os concorrentes enfraquecidos; (b) a condução pelos gestores, situação em que um maior endividamento leva a praticar o *downsize*<sup>120</sup> como forma de responder à indústria em declínio; (c) a condução pelos clientes, situação em que se realiza a redução nas vendas como consequência das dificuldades financeiras. Pode-se dizer, então, que *se uma maior disciplina financeira produz uma mais eficiente concorrência, verifica-se que as empresas de maior endividamento deverão ganhar em valor relativo às empresas menos endividadas nas suas indústrias.*

---

organização da economia. Em resumo, identifica diferenças na estrutura de capital de empresas de diferentes países e relaciona essas diferenças com as propriedades do sistema financeiro (*id.*, p. 257).

<sup>120</sup> *Downsize* é um conceito que significa reduzir custos e melhorar a rentabilidade da empresa através da dispensa de pessoal técnico ou pertencente aos quadros intermédios ou superiores da empresa recorrendo, em alternativa, à contratação, se necessário, de serviços externos especializados. Ao invés, o *outsourcing* é outro conceito que significa a constituição de equipas de pessoal técnico altamente qualificado dispensado pelas empresas a quem estas passam a recorrer para assegurar tarefas ou funções.

Como se verifica, continua actual a discussão sobre a estrutura financeira da empresa sem que estejam esgotados os diferentes pontos de vista pela qual pode e deve ser abordada. A tendência natural de quem observa as organizações vai no sentido de desenvolver modelos que orientem o efeito dos fenómenos, dando a conhecer factores que possam antecipar consequências. Neste caso, constata-se que não existem modelos suficientemente fortes e capazes de explicar porque determinada empresa tem aquela ou outra estrutura financeira e porque é financiada por espécies diferentes de dívida. Da mesma forma, não se conhecem em extensão as consequências duma ou outra estrutura de capital adoptada nem se existe uma estrutura financeira modelo associada a determinado tipo de negócio e para as empresas pertencentes a um mesmo sector de actividade.

Estas questões podem resumir-se, recorrendo a Myers (1984), quando em determinada fase considera que *a estrutura de capital é um enigma* e mais tarde (*id.*, 1998) refere que a questão tem estado a ser colocada de forma incorrecta pois, embora se reconheça a importância da estrutura de capital, o que tem realmente importância é a estrutura financeira, por se tornar indispensável conhecer como é que as escolhas do financiamento afectam o valor da empresa.

A escolha do financiamento é diversa, consoante os seus determinantes decorrem da própria empresa ou de factores externos, nomeadamente do sector de actividade. Todavia, conhecem-se já grande parte desses determinantes conforme expressam, nomeadamente Blakrishnan & Fox (1993), Titman & Wessels (1988), Esperança & Gama (1999).

Para os diversos autores a estrutura de financiamento, particularmente a estrutura de capital, é afectada, positiva ou negativamente, por diferentes factores, em especial, referentes à tipologia do gestor e às opções de estratégia, relacionando-se ela própria com o desempenho da empresa, tanto por via dos resultados como do crescimento. Há outros pontos de vista relevantes avaliar centrados, nomeadamente, na teoria da ordem de preferência e na teoria da agência.

#### 2.5.1.1- Teoria da ordem de preferência

Outra questão importante referente à estrutura de financiamento, tratada por vários autores

(Donaldson, 1961; Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984), prende-se com a escala de prioridades do financiamento da empresa, quando os gestores estão perante a realização de investimentos e em consequência têm necessidade de assegurar o financiamento ou perante a possibilidade de substituir um determinado tipo de financiamento por outro.

Estes princípios decorrem da chamada teoria da ordem de preferência (ou hierarquização do financiamento) e sugerem que a empresa apresenta uma hierarquia de preferências das fontes de financiamento, devido a verificar-se a existência de assimetria de informação. Isto ocorre pelo facto dos gestores saberem mais acerca do valor da empresa que os potenciais investidores, o que leva a empresa a recusar distribuir acções e a desistir de oportunidades de investimento valiosas que surjam, preferindo-se, nestas circunstâncias, optar por consolidar as retenções de *cash flows*. Desta forma, deverão evitar-se novas emissões de títulos sendo os pedidos de empréstimo determinados pelo valor residual entre o investimento desejado e a provisão de ganhos retidos, refere Allen (1993, p. 101). A teoria da ordem de preferência sugere que haverá uma relação negativa entre os rácios da dívida e de rendibilidade.

Myers (1984) e Myers & Majluf (1984) fornecem uma explicação racional para o facto das empresas manterem uma reserva de capacidade de endividamento e apresentarem uma ordem de preferência ou hierarquia da escolha das fontes de financiamento, devido à existência de diferente informação assimetricamente distribuída, refere Allen (1993, p.102). Contrastando com a teoria do compromisso estático<sup>121</sup>, é a seguinte a ordem de preferências considerada (Myers, 1984, p.581): (1) as empresas preferem o financiamento interno; (2) adaptam os objectivos quanto ao pagamento de dividendos em função das oportunidades de investimento; (3) os *cash flows* gerados internamente devem corresponder mais ou menos aos investimentos realizados; (4) recorrem ao financiamento externo através da emissão de títulos, segundo uma escala de prioridades, ou seja, primeiro recorrendo a empréstimos, depois à emissão de títulos híbridos e, por último, à emissão de novas acções.

David Allen (*op. cit.*, p.102) refere terem Myers & Majluf (1984) demonstrado que a falta de informação no mercado leva à sub-avaliação das emissões de títulos, o que conduz à desmobilização do investimento, verificando-se ser consistente com a existência de uma

---

<sup>121</sup> A teoria do compromisso estático, segundo Myers (1984, p. 576), baseia-se num rácio de endividamento objectivo que se observa na sua deslocação gradual da mesma forma que se ajustam os dividendos face ao rácio de pagamento objectivo.

ordem de preferências na qual o endividamento é *admitido como fonte preferida de financiamento externo seguida pela opção por títulos híbridos e pela emissão de capital como último recurso*. Baskin (1989), citado por Allen, indica que *a existência de informação distribuída de forma assimétrica limita o acesso das empresas ao capital interno e externo, tendo os ganhos retidos de concorrer com o pagamento de dividendos, desempenhando estes um papel de sinalização*. Por sua vez, os impostos e os custos de transacção podem motivar o comportamento do princípio da ordem de preferência. Os custos directos com a retenção de ganhos seriam menores que aqueles decorrentes de novas emissões de títulos havendo, neste caso, um custo de emissão que teria de ser considerado.

Das conclusões verificadas por Allen (*op. cit.*, p.111), salientam-se: primeiro, a relação entre medidas da rendibilidade previsível e o nível de endividamento corrente é negativa, o que contraria o modelo estático de estrutura de capital óptima e pode considerar-se consistente com a prática das empresas com comportamento baseado na ordem de preferência; segundo, a relação entre medidas de endividamento e o nível de pagamento de dividendos previsível é negativa; terceiro, a relação entre crescimento e nível previsível de dividendos depois do controlo da rendibilidade é negativa, sendo a dimensão da empresa tomada como influência predominante sobre o crescimento. Verifica-se, também, uma relação positiva entre nível da dívida e crescimento o que se verifica ser consistente com as hipóteses da ordem de preferência se os pedidos de empréstimo são para serem usados para viabilizar as oportunidades de investimento.

#### 2.5.1.2- Teoria da agência

É reconhecido que se congregam na empresa diferentes interesses quer sejam dos accionistas, credores, gestores ou outros. Por esta razão tem merecido reflexão particular saber em que medida influenciam ou condicionam, nomeadamente, a estrutura de capital da empresa. Harris & Raviv (1991, p. 300) referem essa influência ocasionada por custos derivados de conflitos de interesse dos quais se identificam, especialmente, aqueles que se verificam entre accionistas e gestores e entre accionistas e credores<sup>122</sup>.

<sup>122</sup> Balakrishnan & Fox (1993, p. 4) tratam o conflito de interesses entre accionistas e obrigacionistas considerando que os accionistas face à opção pela dívida têm a possibilidade de perante a probabilidade de obter resultados disporem do montante acima do necessário para o reembolso da dívida. Ao passo que 'os obrigacionistas recebem só o pagamento específico da dívida contratada'. Porém, o maior risco dos projectos reduz a expectativa de pagamento aos obrigacionistas o que pode levar ao chamado «problema de substituição



Trata-se, portanto, de saber se é possível determinar uma estrutura óptima de capital tomando como base os custos apurados pela existência daqueles interesses. Jensen & Meckling (1976) argumentam que pode ser obtida contrapondo os custos de agência da dívida aos benefícios da dívida. Por exemplo, observe-se a relação de interesses entre accionistas e credores. Se a empresa opta por realizar grandes empreendimentos é natural que os accionistas tenham de investir e não recebam rendimentos compensadores no período enquanto os investimentos não se reproduzem a par do aumento do risco. Assim, a lógica vai no sentido de realizar investimentos mais reduzidos e, ao mesmo tempo, recorrer ao endividamento, transferindo para os credores alguns custos e riscos do projecto<sup>123</sup>. Este efeito é geralmente conhecido pelo «efeito de substituição de activos» e é um custo de agência derivado do financiamento da dívida, refere Harris & Raviv (1991, p.301)<sup>124</sup>.

A teoria da agência baseia-se, portanto, no conflito de objectivos decorrente do facto de indivíduos com diferentes preferências se comprometerem em esforços de cooperação, dos quais deriva o estabelecimento de um contrato. Desenvolve-se a partir do problema verificado com a especialização de tarefas e competências entre indivíduos ou grupos e surge quando *as partes cooperantes têm diferentes atitudes face ao risco*, citando Eisenhardt (1989, p. 58).

Estas atitudes têm a ver com problemas referentes à incerteza de resultados, aos incentivos a contratar entre as partes e aos sistemas de informação a implementar para controlo, ou seja, *a ideia chave da teoria da agência relaciona-se com o facto das relações entre principal e agente*<sup>125</sup> *reflectirem a eficiente organização da informação e os custos de assumir os riscos* (*id.*, p.59). Daí que se considere como unidade base de análise na teoria da agência a gestão

---

de activos». Contudo, uma vez que avancem com o dinheiro os accionistas ganham um incentivo para apostar nos projectos de maior risco contrário aos interesses dos obrigacionistas o que os leva a fixar preço mais elevado para a dívida de capital. Há, também, a perspectiva dos 'custos de agência associados com a dívida', ou seja, o problema do sub- investimento. 'Ambos os activos de substituição e os problemas do sub- investimento resultam nalguns «bons» projectos podendo ser rejeitados por causa da distribuição dos pagamentos e da estrutura de capital da empresa', citado de Balakrishnan & Fox (*id.*, p.5).

<sup>123</sup> Harris & Raviv (1991, p. 304), referem-se a diversos trabalhos dos quais se destacam os de Myers (1977), Stulz & Johnson (1985), John & Nachman ( 1985) e Berkovitch & Kim (1990).

<sup>124</sup> O desenvolvimento detalhado desta ideia é apresentado no trabalho de Harris & Raviv (1991) que se está a seguir, no ponto em que abordam os modelos baseados no custo de agência.

<sup>125</sup> Principal é a identificação feita nesta teoria a quem detém a maioria do capital da empresa ou a capacidade para influir nos destinos da organização, seja através da posse de acções ou pelo poder de representação de um determinado grupo de accionistas e que determina a composição da equipa de gestores. Agente compreende a

do contrato estabelecido para regular a relação entre principal e agente. Continuando a referência, a questão central reside *em determinar o mais eficiente contrato para gerir as relações entre principal e agente, dadas as assunções sobre as pessoas (ex. interesse próprio, racionalidade limitada, aversão ao risco), as organizações (ex. conflito de objectivos entre membros do conselho de gestão) e referentes à informação (ex. informação é uma mercadoria que pode ser comprada).*

*Os problemas de agência ocorrem quando as partes cooperantes têm diferentes objectivos e dividem o trabalho (Jensen & Meckling, 1976; Ross, 1973), referido por Eisenhardt (id., p.58), que acrescenta ser a teoria dirigida às relações de agência ubíquas nas quais uma parte (o principal) delega trabalho para outro (o agente) que desempenha esse trabalho. Continuando a referência, a teoria da agência está preocupada em resolver dois problemas que podem ocorrer nas relações de agência: primeiro, quando (a) entram em conflito os desejos ou objectivos do principal e do agente, e (b) se torna difícil ou dispendioso para o principal verificar o que o agente está a fazer; segundo, quando o problema da partilha do risco surge, devido ao facto do principal e o agente terem diferentes atitudes perante o risco.*

A teoria da agência, segundo Rumelt *et. al.* (1991, p. 15), desenvolve-se segundo duas orientações: (1) a do paradigma principal-agente, baseado na obtenção do *ótimo dos incentivos contratuais*, conseguido pela conjugação do comportamento *versus* resultados entre principal e empregados ou agentes; e, (2) a do controlo da empresa, ou *orientação positivista*<sup>126</sup>, segundo Eisenhardt (*id.*, p.59), baseado na *'composição' das escolhas financeiras e na estrutura de gestão da empresa.*

A teoria da relação principal-agente pode aplicar-se às *relações empregador-empregado, advogado-cliente, comprador-fornecedor e outros (Harris & Raviv, 1978), citado por*

---

equipa de gestão ou o gestor que em representação do detentor da maioria do capital defende os seus interesses e assegura o desempenho da empresa e a rendibilidade do capital investido pelos accionistas.

<sup>126</sup> Eisenhardt refere-se à orientação positivista argumentando que se *'concentra na identificação das situações em que o principal e o agente estão provavelmente com objectivos conflitantes. Neste caso, descrevem-se os mecanismos de gestão (governance) que limitam o comportamento do interesse próprio do agente'*. Esclarece que o mecanismo de gestão explica-se com base em duas proposições: (1) os contratos baseados nos resultados estão efectivamente no âmbito do refreamento do oportunismo do agente; (2) o sistema de informação refreia o oportunismo do agente. Neste mesmo sentido, expressam-se Seth & Thomas (1994, p. 180) referindo a ideia que perante a possibilidade de divergência de objectivos entre gestores e accionistas com implicação nos custos de agência desenvolvem-se mecanismos internos e externos de redução de custos. Este ponto de vista é desenvolvido, nomeadamente, por Jensen & Meckling (1976), Fama (1980) e Fama & Jensen (1983).

Eisenhardt (*id.*, p. 60), *baseando-se na abstracção (dedução lógica) e na matemática*. O ponto central da teoria *centra-se no «trade-off» entre (a) o custo de medir o comportamento e (b) o custo de medir os resultados e transferir o risco para o agente* do qual derivam várias hipóteses de trabalho: (1) o agente é avesso ao risco (Harris & Raviv, 1979). Neste caso, torna-se mais atractivo para o principal passar o risco para o agente usando um contrato baseado no resultado, embora mais dispendioso; (2) as relações entre o principal e o agente são pouco ou nada conflituosas (Demski, 1980). Não se verifica o conflito de objectivos pelo que se torna desinteressante para o principal fixar um contrato baseado no resultado *reduzindo-se a questão a considerações de partilha de risco*; (3) o desempenho de tarefas por parte do agente é antecipadamente programável visando influenciar o comportamento do agente (Eisenhardt, 1985, 1988); (4) quando a medida se baseia no resultado e este é realizado com dificuldade o contrato nele baseado torna-se menos atractivo ou *vice-versa* (Anderson, 1985); (5) o compromisso de uma relação a longo prazo proporcionará ao principal um melhor conhecimento do agente possibilitando uma convergência de interesses (Lambert, 1983). Ao invés, *as relações de agência a curto prazo provavelmente conduzem a uma maior assimetria de informação tornando o contrato mais aconselhável* (Eisenhardt, 1989, p.62).

Aparecem, contudo, na teoria da agência outros pontos de vista procurando o aprofundamento das ideias centrais. É o caso da teoria positivista ao pretender *identificar uma política ou comportamento, no qual os interesses dos accionistas e dos gestores divergem, e demonstrar que o sistema de informação ou os incentivos baseados no resultado resolvem o problema de agência, ou seja, os mecanismos conjugam os comportamentos com as preferências dos proprietários* (Eisenhardt, *id.*, p.68).

Alguns resultados obtidos pelos diversos estudos desenvolvidos no campo da teoria da agência concluíram pelo seguinte: (a) a atribuição de acções aos gestores decorrente do estabelecimento dum contrato entre o principal e o agente conduz à conjugação dos interesses entre as partes (Barney, 1988); (b) as características do conselho de gestão, dado o mecanismo de informação daí derivado, reduzem o oportunismo dos gestores (Kosnik, 1987); (c) há dificuldades em medir o efeito sobre os resultados derivados do comportamento dos gestores (Anderson, 1985); (d) as tarefas programáveis, os sistemas de informação e a incerteza quanto às variáveis de medida dos resultados predizem as

condições do contrato (Eisenhardt, 1985, 1988); (e) os sistemas de informação relacionam-se negativamente com os pagamentos de desempenho (baseado no resultado) (Conlon & Parks, 1988); (f) há ligação entre descentralização e escolha entre o custo do contrato baseado no comportamento e os mecanismos de transferência de preços derivados do contrato baseado no resultado (Eccles, 1985).

Os custos de agência e os benefícios evidenciam várias implicações, ou seja: primeiro, a necessidade em dispor de contratos obrigacionistas tidos como instrumento de prevenção na substituição de activos; segundo, a adopção de um mais elevado nível de endividamento nas indústrias em que as oportunidades de substituição de activos é mais limitada<sup>127</sup>; terceiro, a evidência do aumento do endividamento em empresas que verificam crescimento baixo ou mesmo negativo assinalados com «óptimo» e com grandes entradas de fluxos provenientes da actividade<sup>128</sup>.

Oliver Hart (1996, p. 204) argumenta, referindo-se a Jensen & Meckling (1976), que frequentemente se refere o conflito de interesses com ênfase no conflito entre os gestores da empresa e os accionistas. Acentua que esse conflito de interesses é particularmente crítico, na medida em que se observa na sua ausência que a estrutura óptima do capital é muito diferente daquela que se verifica nas empresas em disputa. Para isso, retoma a estrutura de Modigliani & Miller (1958), baseada no papel dos impostos, na informação assimétrica e na imperfeição dos mercados, para explicar a estrutura óptima de capital associada ao auto-interesse do gestor, concluindo que *os conflitos de interesse entre 'insiders' e 'outsiders' são cruciais para compreender a estrutura de capital mesmo no seu aspecto mais básico*.

Outro tipo de abordagem coloca em destaque a importância atribuída ao prestígio ou reputação da empresa e dos gestores. Naquele caso, a escolha dos projectos de investimento deverá considerar as condições de reembolso das dívidas contraídas, como opção de financiamento no quadro dos custos de agência, por forma a não afectar a empresa no

<sup>127</sup> Por exemplo, refere Harris & Raviv (*idem*), a teoria prediz que as empresas em indústrias maduras com poucas oportunidades de crescimento deverão ser mais altamente alavancadas (*leverage*).

<sup>128</sup> Aumentando a dívida reduz-se o montante do «free cash» e aumenta a parte de propriedade a reclamar pelos gestores.

mercado<sup>129</sup>. Logo, a opção pelo endividamento *versus* capital ocasiona custos de agência que balanceados com os benefícios possibilita a determinação da estrutura de capital.

O modelo baseado no conflito de interesses entre accionistas e gestores releva que a estrutura de capital é determinada pelo contrabalanço estabelecido entre os benefícios do endividamento e os custos da dívida, concorrendo, para isso, diferentes atitudes dos accionistas e dos gestores. Harris & Raviv (*op. cit*, p.302) baseados no *desacordo entre gestores e investidores, quanto a decisões operacionais*, colocam em evidência duas diferentes perspectivas, ou seja, que *os gestores assumem que querem continuar as operações correntes seja qual for a situação, mesmo que os investidores prefiram a liquidação da empresa (Harris & Raviv, 1990a)*, e, por outro lado, *os gestores assumem a vontade em investir todos os fundos disponíveis, mesmo se, ao invés, é melhor para os investidores o reembolso ou pagamento de dividendos*. Esclarecem, contudo, que *em ambos os casos, assume-se que o conflito não pode ser resolvido através de contratos baseados nos fluxos de caixa e nas despesas de investimento*.

No ponto de vista de Harris & Raviv, a estrutura óptima de capital deriva da *compensação das decisões de liquidação versus os mais elevados custos de investigação, devido ao facto do maior nível de dívida beneficiar a decisão de liquidação, porque torna a omissão (o não recurso à decisão) mais provável*. No ponto de vista de Stulz a estrutura de capital óptima é *determinada pelo mecanismo que estabelece a compensação do benefício da dívida em prevenir investimentos em projectos de valor decrescente face a custos da dívida em prevenir investimentos em projectos de valor crescente*.

Os conflitos de interesse decorrem da noção de agência e referem-se aos distintos interesses próprios demonstrados por cada classe de agente que disputa as orientações e decisões no seio ou envolvendo a empresa. *A teoria da agência está principalmente interessada em perspectivar estruturas de gestão alternativas para mitigar o conflito de agência que surja de possíveis divergências entre interesses dos accionistas (principais) e dos gestores (agentes) (Berle & Means, 1932; Jensen & Meckling, 1976)*, refere Kochhar (1996, p. 715). Isto, porque os gestores têm incentivos para prosseguir estratégias que reduzam o seu risco

---

<sup>129</sup> Sobre os modelos que sustentam este ponto de vista da teoria da agência ver o trabalho de base que se está a seguir de Harris & Raviv (1991, p. 304/305).

de emprego (Amihud & Lev, 1981) ou aumentem a dimensão da empresa, resultando daí maior compensações (Baker, Jensen & Murphy, 1988; Donaldson, 1984).

Bethel & Liebeskind (1993, p. 16/17) argumentam que *a riqueza dos gestores aumenta mais através do crescimento e diversificação que da maximização do valor de mercado da empresa, pois os gestores pagos dependem mais da dimensão da empresa e do risco de fracasso que do valor de mercado*. Ou seja, têm incentivos para investir no crescimento e na diversificação reduzindo o risco, mesmo que os investimentos não aumentem a riqueza dos accionistas.

Depreende-se, portanto, conforme aos seus interesses, em face das opções, que os gestores podem ter mais vantagem em *adoptar investimentos não rendíveis ainda que os resultados redundem em perda para os accionistas*. Este custo de agência é provavelmente para ser exacerbado na presença do fluxo de caixa disponível da empresa (Jensen, 1986). Quer dizer, a criação de dívida reduz os custos de agência do fluxo de caixa livre por reduzir o montante disponível para os gestores. Por este facto, *o ponto de vista da teoria da agência apresenta a dívida como um dispositivo de gestão útil no sentido de reduzir o conflito* (Jensen, 1986).

Estas diferentes perspectivas colocam em destaque a existência de uma estrutura de capital derivada da existência dos custos de agência, consoante a especificidade dos activos, as opções resultantes da acção e preponderância dos agentes na defesa dos seus interesses em função da distribuição do capital e dívida, e a estrutura e controlo de gestão da empresa.

A estrutura de capital pode servir para assinalar aos investidores externos a informação produzida internamente ou, segundo o ponto de vista de Harris & Raviv (1990, p. 322), *pelo menos explorar em parte a aptidão da dívida para gerar informação útil e permitir aos investidores disciplinar a gestão*. Neste caso, admite-se que os gestores da empresa ou *insiders* possuem informação privilegiada quanto às características e intensidade dos fluxos de caixa ou oportunidades de investimento, sendo a escolha do nível da dívida um sinal da qualidade da empresa, ideias pioneiras de Ross (1977) e Leland & Pyle (1977), referem Harris & Raviv (1991, p. 306 e 1990, p. 322).

Noutra perspectiva, a estrutura de capital pode ser designada para *mitigar ineficiências*

quanto às decisões de investimento causadas pela assimetria de informação, ponto de vista defendido por Myers & Majluf (1984). Estes autores mostraram que se os investidores estão menos informados que os agentes internos quanto ao valor dos activos da empresa, então o capital deve ser desvalorizado pelo mercado. Se as empresas são requisitadas para financiar novos projectos pela emissão de capital a desvalorização do preço deve ser severa pois os investidores obtêm mais que o valor líquido actual do novo projecto resultando numa perda líquida para os accionistas existentes. Assim sendo, a estrutura de capital deverá seguir os princípios defendidos pela teoria da ordem de preferência, referem Harris & Raviv (1991, p. 306), em que o *montante óptimo da dívida*<sup>130</sup> *é determinado pelo contrabalanço do valor da informação e da oportunidade para disciplinar a gestão com a probabilidade de incorrer custos de investigação* (ibidem, 1990, p. 323).

A questão central envolve a gestão do contrato entre accionistas ou proprietários e os gestores da empresa e prende-se com o facto daqueles, de alguma maneira, perderem controlo sobre os mecanismos de desempenho. A teoria evidencia a importância e papel conferidos aos accionistas ou empresários e aos gestores, na medida em que ao assumirem os seus interesses influenciam a opção de estratégia que de uma ou outra forma afecta a estrutura de financiamento e o desempenho da empresa.

Quer isto dizer, nas organizações em que há separação entre detentores do capital e gestores ou, particularmente, naqueles casos em que os conselhos de gestão são constituídos por sócios ou accionistas com participações minoritárias e outros, surgem interesses diversos que é preciso gerir. Daí que se admita que o tipo desses interesses, aliado com a personalidade, comportamento e aptidões dos intervenientes, impliquem com o desempenho da organização. Por outro lado, admite-se, também, que o tipo de controlo seguido na empresa influencie a sua estrutura financeira.

Em suma, os gestores, em princípio, desejam salvar para si determinada informação e realizar investimentos que possibilitem à empresa crescimento e dimensão, na medida em que são pagos em consonância. Daí que sejam mais propensos ao endividamento como

---

<sup>130</sup> Harris & Raviv (1990, p. 321) referem que 'a dívida também gera informação que pode ser usada pelos investidores para avaliar melhor as decisões operacionais incluindo a liquidação. As consequências da informação derivadas da dívida são duplas. Primeiro, a principal aptidão da empresa para realizar os seus pagamentos aos credores fornece informação. Segundo, nas omissões de gestão devem apaziguar os credores para evitar a liquidação através de negociações informais ou através de procedimentos formais de falência'.

forma de assegurarem maior domínio face aos accionistas. Estes comportamentos e decisões acarretam custos que acabam por influenciar os resultados.

### 2.5.2- Contributos para o estudo

Dos pontos de vista apresentados pelos diversos autores, referente à estrutura financeira, ressaltam contributos da maior importância para o trabalho de investigação que se apresentam. Assim:

- a) Desde logo, salienta-se o papel dos gestores na medida em que influenciam a opção de endividamento, dependente de factores diversos ligados ao interesse particular, a ponto de nem sempre adoptarem estruturas de capital convenientes à empresa (Berger *et al.*, 1997). Os gestores de topo devem, por isso, ter diferentes objectivos consoante a empresa e as decisões estratégicas e deverão «ajustar-se» de forma consistente com aqueles objectivos (Andrews, 1980). Por sua vez, desejaram reduzir a incerteza tentando controlar as fontes de recursos financeiros críticos (Pfeffer & Salancik (1978);
- b) A estrutura de capital continua a ser um enigma, pois desconhece-se como são escolhidos o endividamento, o capital ou os títulos híbridos emitidos verificando-se que muda consoante os investidores dispõem de informação. Neste sentido, o rácio do endividamento é visto como sendo determinado pelo compromisso entre custos e benefícios do pedido de empréstimo (Myers, 1984). Contudo, a estrutura de capital deverá estudar-se ao nível tático e ao nível estratégico. Naquele caso, deverão analisar-se, nomeadamente o efeito dos impostos; neste caso, deverão explicar-se os rácios do endividamento médio a longo prazo das empresas (Myers, 1998);
- c) Os rácios do endividamento quando são caracterizados por amplas variações sugerem que as empresas não têm uma estrutura óptima de capital por se verificar uma amplitude sobre a qual é permitido variar a estrutura de capital (Fischer *et al.*, 1989). Mas, se existe uma estrutura óptima da empresa, então, também existe ao nível agregado do negócio e da indústria em que se insere, dentro de variações justificáveis (Miller, 1977; Francis & Leachman, 1994; Opler & Titman, 1994);



- d) A estratégia da empresa naquilo que depende do comportamento dos gestores deverá fornecer uma base para compreender a estrutura de capital pois as decisões assentam, por um lado, em valores e, por outro, em objectivos de gestão, bem como em factores combinados sejam eles internos ou externos à empresa com impacte no risco financeiro e no controlo seguido (Barton & Gordon, 1987). Esta orientação é consistente com o facto das opções de estratégia, nomeadamente o aumento da promoção, a melhoria da qualidade, a diferenciação dos produtos, a segmentação e concentração, etc. influenciarem a determinação da estrutura de capital (Balakrishnan & Fox, 1993). Tanto a estrutura do capital como a estrutura de financiamento decorrem da estratégia da empresa (Barton & Gordon, 1997);
- e) A propensão para a tomada do risco pelos gestores cimeiros, a definição dos objectivos da empresa e a sua preferência em recorrer mais a fundos gerados (autofinanciamento) ou ao financiamento externo deverão afectar a estrutura de capital (Barton & Gordon, 1988). Por outro lado, verifica-se que o risco financeiro ao qual a empresa se expõe é reconhecido pelo mercado através do importante indicador que é o rácio de endividamento (dívida/capital) (Weston & Brigham, 1981);
- f) As diferentes espécies de fundos influenciam a estrutura de financiamento, pelo que, em primeiro lugar deverão analisar-se as percentagens dos vários financiamentos e não a taxa de endividamento, sendo esta de «segunda ordem» quando comparada com a escolha da estrutura de financiamento. No entanto, as escolhas do financiamento e da estrutura de capital estão entre as decisões chave tomadas pelos gestores (Williamson, 1988; Kochhar, 1996; Myers, 1998). Por outro lado, a estrutura de financiamento afecta as decisões de investimento, nomeadamente os níveis de produção óptima da empresa, em indústrias imperfeitamente competitivas onde as empresas actuam estrategicamente no mercado de produtos, mas não altera o valor da empresa. Isto, porque influencia o incentivo dos investidores para investir em diferentes empresas no mesmo negócio ou indústria face a alternativas (Maksimovic & Zechner, 1991);
- g) A estrutura de endividamento pode aumentar consoante as fontes de financiamento utilizadas (dívida, capital próprio ou híbrido) por alterar o perfil de risco de cada tipo de financiamento, verificando-se que muitas empresas de sucesso têm usado a dívida para

financiar o seu crescimento (Patrick, 1998). Naturalmente, outras utilizam o autofinanciamento e os aumentos de capital;

- h) Identificam-se como determinantes da estrutura de capital, os seguintes: 1) os custos de agência derivados do conflito de interesses entre os gestores e os accionistas ou destes e com os credores; 2) o acesso a informação privilegiada pela influência sobre a tomada de decisão quanto aos projectos da empresa; 3) o risco estratégico decorrente das opções por determinado produto ou matéria; 4) o sistema de controlo e respectivos custos para a empresa derivados da possível tomada de posição de investidores externos; 5) o imposto dedutível da não dívida; 6) a variação dos resultados; 7) as oportunidades de crescimento; 8) a estrutura da indústria; 9) os custos de falência que, no caso das PME fazem com que sejam particularmente sensíveis ao endividamento; 10) a dimensão das empresas como factor relevante na determinação do crédito, particularmente a longo prazo; 11) a aptidão para fornecer garantias colaterais para aceder às operações de crédito admitido como mais importante que o nível dos resultados obtidos; 12) a juventude das empresas por serem mais dependentes da dívida (Titman & Wessels, 1988; Blakrishnan & Fox 1993; Esperança & Gama, 1999);
- i) O endividamento correlaciona-se positivamente com o crescimento do activo fixo, com o aproveitamento de oportunidades de investimento e com a dimensão da empresa e negativamente com as despesas de publicidade, a probabilidade de falência, a rendibilidade e a existência de produtos únicos (Harris & Raviv, 1991);
- j) O tipo de negócio e a estrutura da indústria deverão influenciar a estrutura de financiamento da empresa pelo facto de se confrontarem com fornecedores e condições de procura semelhantes (Balakrishnan & Fox, 1993);
- k) Os novos produtos dada a sua inovação influenciam positivamente os resultados da empresa e influenciam o nível do endividamento (Harris & Raviv, 1991). Por sua vez, o preço do produto enquanto variável estratégica afecta o comportamento dos concorrentes com efeitos na estrutura de capital pela via do autofinanciamento ou do endividamento (Harris & Raviv, 1991);

- l) O conflito de interesses entre accionistas, credores, gestores e outros influencia a estrutura de capital da empresa por ocasionar custos que se contrapõem aos benefícios do endividamento contraído para a realização, nomeadamente de investimentos face à alternativa do recurso aos accionistas (Jensen & Meckling, 1976; Harris & Raviv, 1991). Por sua vez, os gestores estão interessados em investir no crescimento e na dimensão da empresa pois a sua riqueza depende mais desses factores e do risco do fracasso que da maximização do valor da empresa no mercado, logo, têm propensão pelo endividamento face a outras alternativas mesmo que aqueles investimentos sejam menos rendíveis, o que influencia a estrutura de capital (Jensen & Meckling, 1976; Bethel & Liebeskind, 1993);
- m) A estrutura de capital é influenciada pela existência dos custos de agência relacionados com a especificidade dos activos, as opções resultantes da acção e preponderância dos agentes na defesa dos seus interesses, a distribuição do capital e da dívida e a estrutura e controlo de gestão da empresa (Jensen, 1986; Harris & Raviv, 1991).

Em suma, a estrutura financeira avaliada, nomeadamente, pelas estruturas de capital e de financiamento, deverá correlacionar-se com o perfil dos gestores de topo, atendendo à sua personalidade, comportamento ou especialização funcional, dado o seu papel na escolha e realização dos objectivos da empresa e na influência quanto às opções de estratégia a seguir, com efeitos ao nível do investimento, seja quanto à sua especificidade ou à qualidade dos activos. Por outro lado, o endividamento influencia os resultados da empresa.

## 2.6- Desempenho

### 2.6.1- Teoria e pontos de vista de diferentes autores

O desempenho refere-se à forma como determinada organização exerce a sua actividade, aplica os recursos atribuídos ou alcança os objectivos a que se propõe. A referência a distintas teorias permitiu apreender diferentes pontos de vista quanto aos factores que influenciam o desempenho, nomeadamente: a) a gestão de topo da qual emerge estilo próprio de gestão (Castanias & Helfat, 1991; Chakravarthy, 1986); b) a estratégia (Hitt, Hoskisson & Kim, 1997; Porter, 1980); c) a estrutura financeira (Marcus Allen, 1995; Neves, 1993; Geroski, Machin & Walters, 1997); d) os factores organizacionais (Hansen & Wernerfelt, 1989); e) os activos próprios, (Dess, Gupta, Hennart & Hill, 1995); f) a indústria (Stimpert & Duhaime, 1997; Rumelt, 1974; Delis & Beamish, 1999); g) os grupos estratégicos (Porter, 1979).

Brush, Bromiley & Hendrickx (1999, p. 520/521) identificaram duas escolas de pensamento entre economistas referentes à economia industrial: 1) a escola clássica que enfatiza que a indústria e o poder de mercado são determinantes da rentabilidade da empresa (Schmalensee, 1985; Rumelt, 1991); e, 2) a escola revisionista que enfatiza a eficiência da empresa e os factores estratégicos como influentes no desempenho (Demsetz, 1973; Roquebert et al., 1996; Powell, 1992; James, 1996).

A discussão coloca-se no sentido de perceber em que medida é relevante a influência da indústria, o poder de mercado e o grupo estratégico no desempenho da empresa ou, por outro lado, se este depende das condições de eficiência da organização, devido a opção de estratégia, à equipa de gestão, à estrutura financeira ou à posse de factores estratégicos, como sejam os organizacionais e os activos próprios (marcas, patentes, recursos únicos). A orientação segue, em especial, nesta perspectiva.

Delis & Beamish (1999, p. 713) argumentam haver relação estreita entre as características da indústria, a estratégia de diversificação e as decisões de desenvolvimento de produtos e o desempenho da empresa. Sustentam este ponto de vista recorrendo a estudos realizados por diferentes autores (Stimpert & Duhaime, 1997; Christensen & Montgomery, 1981; Rumelt,

1974), ao verificarem que as empresas ao operarem em indústrias caracterizadas pela baixa rendibilidade e fracas oportunidades de crescimento tendiam a expandir-se para novos negócios. Daí a diversificação aparecer como o modo das empresas escaparem à fraca rendibilidade e constituir a forma expedita de melhorar a rendibilidade.

O contexto da indústria é, portanto, um importante determinante do nível de diversificação de produtos e de mercados geográficos, por influenciar a relação desempenho-diversificação. Delis & Beamish (1999, p. 721) argumentam que *a taxa de entrada em áreas de novos produtos (pesquisa de processo) é intensificada quando a empresa está situada em indústrias de baixa rendibilidade, pelo que aquelas que competem em indústrias de fraca atractividade apresentam mais altos níveis de diversificação de produtos*. Atestam, neste sentido, diferentes autores citados, que *quando uma empresa está numa indústria não rendível os gestores assumem a diversificação para melhorar as possibilidades de maior desempenho* (Bowman, 1982; Rumelt, 1974), verificando-se que *a rendibilidade da indústria e o nível de diversificação estão negativamente relacionados* (Rumelt, 1982; Dess, Ireland & Hitt, 1990; Chang, 1992).

Mehra (1996, p. 307) lança mão do paradigma de Mason/Bain, que expressa ser a estrutura que conduz o desempenho, para, no mesmo sentido, argumentar que *a diferença de desempenho das empresas é resultante da natureza estrutural da indústria*. Reforça a posição, referindo-se aos trabalhos de Caves & Porter (1977) e Porter (1979), em que *os resultados das empresas persistentes e estáveis derivam da estrutura económica dentro das indústrias nas quais o comportamento dos grupos estratégicos são a fonte primária de diferença durável na rendibilidade da empresa*.

Chakravarty (1986, p. 437) ao colocar em relevo o papel dos gestores e a necessidade de avaliar a seu desempenho, pelo facto da empresa ser influenciada pela qualidade das suas decisões, lança mão dos trabalhos realizados por Porter (1980) para referir *que a estratégia da empresa é congruente com a estrutura da sua indústria*. Esta perspectiva permite discorrer a influência da indústria no tipo de opção de estratégia seguida pela empresa, condicionada em função de parâmetros estratégicos decorrentes daquela, tendo em conta a necessidade de assegurar condições para o melhor desempenho.

No âmbito da indústria relevam-se os grupos estratégicos *baseados em estruturas de activos* em que se integram as empresas. Dada a sua existência, uma corrente de autores (Porter, 1979; Cool & Schendel, 1987) argumentam haver evidência de que os grupos estratégicos influenciam o desempenho da empresa. Outra corrente (Howell & Frazier, 1983) argumenta em sentido contrário, o que levou Mehra (1996, p. 308) a considerar ser a evidência empírica inconclusiva, devido ao facto das especificações do modelo utilizado serem fracas. Em consequência, optou por desenvolver alternativa de análise para avaliar a influência dos grupos estratégicos, recorrendo ao ponto de vista do recurso especializado.

Conclui, por isso, haver uma forte associação entre o dote de recursos especializados da empresa e o seu superior desempenho (*id.*, p. 318). Pelo facto dos membros estarem comprometidos em grupos estratégicos e concorrerem entre si, as empresas são levadas a fazerem investimentos em distintos activos para se diferenciarem e tomarem nova posição no espaço estratégico da indústria. Logo, a *estrutura de activos deve ser combinada com as estratégias de mercado, visando uma rigorosa operacionalização dos grupos estratégicos* (*id.*, p. 319). Ou seja, o grupo estratégico ao influenciar a opção pelos activos da empresa implica com o seu desempenho.

Decorre, então, na perspectiva da escola clássica, ser o desempenho da empresa influenciado, por um lado, pela indústria em que se insere, conceito que se pode alargar ao sector de actividade, e pelo mercado e, por outro, pelos grupos estratégicos definidos em função da especificidade dos activos utilizados.

Segundo este ponto de vista, depreende-se, portanto, não ser indiferente o sector de actividade em que a empresa opera, em especial, a indústria em que se integra, na medida em que influencia o seu desempenho. A capacidade da empresa para suplantar as limitações conduz os gestores a optar por estratégias de diversificação de produtos, negócios ou de expansão geográfica.

Na perspectiva da escola revisionista, os factores que influenciam o desempenho decorrem da eficiência da empresa ou de recurso específico que permita a sua diferenciação face aos concorrentes e assim obter elevados resultados. Neste caso, diferentes autores têm recorrido ao ponto de vista do recurso especializado, partindo do princípio que o desempenho num

mercado competitivo deriva da aptidão da empresa se diferenciar, o que consegue pela posse de recursos específicos ou difíceis de imitar (Conner & Prahalad, 1996; Markides & Williamson, 1996).

Segundo Combs & Ketchen (1999, p. 868), diferentes autores distinguem recursos associados a activos físicos de capacidades, tomadas estas no sentido de aptidões e especialidades baseadas em competências humanas, em sistemas ou processos. O seu ponto de vista vai no sentido de considerar os recursos como conceito alargado, no qual se integram as capacidades. São, portanto, recursos a gestão de topo, a estratégia, a estrutura financeira, os factores organizacionais e os activos próprios identificando-se estes, nomeadamente com a marca, patentes ou recurso único.

Estes mesmos autores acentuam a importância das acções assumidas pelos gestores de topo, na medida em que decorre dessas acções os gestores serem *tomados como recurso pois influenciam a orientação do crescimento da empresa* (Chatterjee & Wernerfelt, 1991; Barkema, Bell & Pennings, 1996), *a taxa de crescimento* (Penrose, 1959), *o desenvolvimento das rotinas da organização* (Nelson & Winter, 1982; Shane, 1996), *o acesso ao capital* (Martin & Justis, 1993), *a escolha de parcerias* (Ingham & Thompson, 1994) e *a cooperação interempresas* (Hamel, 1991).

Chakravarthy (1986, p. 437) lança mão do trabalho de Mintzberg & Waters (1983) para acentuar que *o estilo de gestão é talhado consoante o contexto estratégico*. Quer dizer, os gestores adequam os procedimentos e opções, conforme o tipo de indústria em que operam, por forma a tirar o máximo de vantagem das decisões, visando obter bom desempenho.

Daí, verificar-se o facto da *gestão de topo* (Roldão, 1998, p. 11) *influenciar com a sua visão a estratégia e com o seu empenho a cultura da empresa. Está envolvida com quase todos os actores, nomeadamente clientes, fornecedores e empregados. Na medida em que influencia um elevado número de variáveis, o seu impacte no desempenho é da maior importância*.

Observando o desempenho, referem Combs & Ketchen (*op. cit.*), as diferenças entre empresas baseadas no recurso especializado podem ajudar a explicar as diferenças de desempenho porque os *outputs*, que podem emergir eficientemente de alguma e única

configuração de recursos, são eles próprios únicos. Ou seja, as diferenças entre empresas baseadas em recursos conduz a diferenças de produtos/serviços.

Outro factor que se considera influenciar o desempenho é a estrutura financeira da empresa. Isto, porque sendo cada empresa dotada da sua própria estrutura, em resultado de opções de endividamento e investimento, têm-se expandido diferentes pontos de vista quanto a essa influência. Verifica-se não haver evidência de que a variação dos resultados da organização seja um determinante da estrutura de capital, como referem Bradley *et al.* (1984) e conclui Marcus Allen (1995, p.423). Acontece, porque a lógica de endividamento está associada a outros factores admitidos como mais relevantes, nomeadamente com a política de investimentos, a diferente opção de estratégia consoante a oportunidade de novos negócios, ao facto de se tratar de produto novo ou do lançamento de uma linha de produtos ou, ainda, de interesses específicos dos gestores ou accionistas. São pontos de vista em desacordo com princípios da política financeira, que considera que a variação positiva dos resultados implica menor risco financeiro, logo menor endividamento, caso seja feita esta opção em função dos resultados, o que não está conforme com o ponto de vista daqueles autores.

Nessa linha de pensamento, Ferri & Jones (1979, p. 643) argumentam que a variação dos resultados não mostra estarem estes associados com o endividamento, acentuando, no entanto, que a alavanca operacional não influencia a percentagem do endividamento na estrutura financeira. Geroski *et al.*, (1997, p. 184) estabelecem outro tipo de influência e enunciam confirmar-se a existência de relação entre a mudança nas expectativas quanto aos resultados futuros e a taxa de crescimento corrente da empresa, pelo facto de parecer existir forte relação entre crescimento e mudança de valor da empresa percebido no mercado.

Coloca-se em questão a noção de valor de mercado da empresa, como requisito de referência para o desempenho. Isto, porque investidores e fornecedores, com base em informação a que acedem, formalizam expectativas que se repercutem no comportamento da organização. As mudanças no valor de mercado das empresas não são completamente imprevisíveis, pelo facto de apreenderem determinados factores exógenos, através da taxa de crescimento agregada, o que normalmente produz efeitos directos no crescimento das empresas, ainda que as mudanças ao consumarem-se produzam efeitos em momentos futuros (Geroski *et al.*, *id.*, p. 184).



Noutra perspectiva, verifica-se que a estrutura financeira pode vir a influenciar o desempenho, medido em termos do crescimento das organizações, com base em diferentes acções, derivadas, nomeadamente, *de fusões e aquisições (F&A)*, do recurso ao endividamento e do maior envolvimento dos accionistas ao colocarem fundos à disposição da empresa, na perspectiva de aproveitar oportunidades que surjam no mercado ou provenientes dos meios libertados pela própria actividade (*cash flow*) ou outros (adapt. de Neves, 1993, p. 105/106). No entanto, excluindo as primeiras acções, verifica-se não ser evidente que *aquelas que genuinamente contribuem para o crescimento sejam sustentadas à custa dos resultados* (Geroski, *op. cit.*, p. 185). Daí, poder presumir-se que a fonte alternativa mais simples assenta no recurso ao endividamento, com implicações na estrutura financeira. Admitem aqueles autores que *os gestores para sustentarem o crescimento não sacrificam os resultados de forma sistemática. No entanto, em períodos de taxas de crescimento elevado (ou baixas), são razoáveis indicadores do aumento (ou decréscimo) de rendimento a longo prazo.*

Todavia, deverá levar-se em conta a dimensão da empresa por ser, a par das oportunidades de crescimento, importante determinante da estrutura de capital. *A dimensão tem influência positiva e as oportunidades de crescimento têm influência negativa*, concluem Homaifar, Zietz & Benkato (1994, p. 10). Neste quadro, verifica-se que *as empresas em crescimento usam relativamente menos endividamento, o que é consistente com a teoria de Myers (1977) quanto ao papel da dívida e dos problemas de sub-investimento*, conclui Marcus Allen (1995, p. 423).

Apresentaram-se distintos pontos de vista envolvendo diversos temas, em consonância com as dimensões-chave consideradas no estudo, quanto a factores com implicações no desempenho da empresa. A sua verificação, na prática, exige a determinação de indicadores de medida, com significado e representativos, diferentes consoante os objectivos da análise. Daí, o argumento de Rodrigues (1998, p. 21) ao considerar que *a selecção de rácios permanece um problema sem resposta única pois não existe um critério óptimo que permita escolher um sub-conjunto de variáveis sem que se tenha que proceder à estimação de modelos, utilizando todas as combinações possíveis, o que é materialmente impraticável.*

## 2.6.2- Medidas de desempenho

Barth (1999, p. 51) estudou alguns dos factores que deverão influenciar o desempenho das pequenas e médias empresa (PME) e concluiu que: 1) as empresas industriais e de serviços à medida que ganham dimensão tornam-se mais formalizadas e descentralizadas; 2) muitas das pequenas empresas parecem escolher a estratégia baseada nos custos à medida que crescem; 3) a incerteza percebida pelos gestores dos pequenos negócios diferem significativamente entre indústrias.

O desempenho, em muitos casos, expressa-se através de indicadores financeiros, tais como, crescimento do activo, crescimento dos resultados e rendibilidade do capital total (Peters & Waterman, 1982, p. 12). Por outro lado, são determinantes da rendibilidade factores, tais como, a quota de mercado, a qualidade do produto e os esforços de marketing, segundo numerosos estudos que utilizaram a base de dados PIMS (*Profit Impact of Market Strategy*) do Strategic Planning Institute (Aaker & Jacobson, 1987).

Woo & Willard (1983) e Landeiro de Vaz (1996)<sup>131</sup>, referente a trabalhos diferentes, apresentam uma lista de medidas convencionais de desempenho das quais salientam-se o ROI (*return on investment*), ROS (*return on sales*), crescimento dos resultados, *cash flow*, quota de mercado, aumento da quota de mercado, qualidade do produto com relação aos concorrentes, actividade de novos produtos com relação aos concorrentes, custo directo com relação aos concorrentes, investigação e desenvolvimento de produtos, investigação e desenvolvimento de processos e variação do ROI.

Para medir o desempenho da empresa em função da expansão geográfica e da diversificação de produtos, Delios & Beamish (1999) utilizaram diversos indicadores conforme as variáveis escolhidas, nomeadamente a rendibilidade dos activos totais (RAT) [*return on assets* (ROA)], rendibilidade do capital próprio (RCP), rendibilidade das vendas (RVV), resultado operacional sobre vendas (RO/VV), resultado líquido de imposto sobre volume de vendas (RL/VV), intensidade de investigação e desenvolvimento sobre volume de vendas (I&D/VV). Dess & Robinson (1984) suportaram a sua avaliação do desempenho

<sup>131</sup> 'Neste estudo sustenta a utilização do ROI como expressão da rendibilidade, por chegar à conclusão de que todos os factores avaliados o de maior magnitude era de facto o da rendibilidade', citado de Landeiro de Vaz (*op. cit.*, 1996, p. 99).

organizacional quanto à utilização de medidas objectivas na rendibilidade dos activos totais (RAT) e no crescimento das vendas<sup>132</sup>.

No caso de Chakravarty (1986), para medir o desempenho decorrente de estudo desenvolvido no âmbito da gestão estratégica, recorreu ao indicador compósito dado pelo factor Z da função discriminante múltipla, tendo como variáveis independentes as relações do fundo de maneo e activo total da empresa (FM/ATT), resultados líquidos retidos e activo total da empresa (RLR/ATT), resultados antes de juros e impostos sobre activo total da empresa (RAJI/ATT), valor de mercado do capital próprio e valor do endividamento (Cm/Ed) e rotação do activo total da empresa (VV/ATT)<sup>133</sup>, em que,  $Z = f(\text{FM/ATT}, \text{RLR/ATT}, \text{RAJI/ATT}, \text{Cm/Ed}, \text{VV/ATT})$ . Para justificar a opção enunciou indicadores, tais como rendibilidade do activo total (RAT) [*return on investment* (ROI)], rendibilidade das vendas (RVV), crescimento dos resultados, meios libertos líquidos sobre o activo total (MLL/ATT), quota de mercado, ganhos da quota de mercado, investigação e desenvolvimento de produtos (I&D), variação da rendibilidade do activo<sup>134</sup>.

De trabalhos relacionados com os temas em análise seleccionaram-se sete estudos, como exemplo, dada a diversidade de indicadores utilizados, nomeadamente Balakrishnan & Fox (1993), Titman & Wessels (1988), Barton & Gordon (1988), Bradley, Jarrell & Kim (1984), Opler, Saron & Titman (1997), Chaganti & Damanpour (1991) e Francis & Leachman (1994). De referir que no conjunto estes autores utilizam cerca de quarenta indicadores diferentes, consoante as opções. Esta avaliação das medidas de desempenho utilizadas pelos diferentes autores possibilitam substanciar as escolhas realizadas nesta investigação<sup>135</sup>.

### 2.6.3- Contributos para o estudo

Dos pontos de vista apresentados referentes ao desempenho destacam-se como contributos para o estudo os seguintes:

<sup>132</sup> Os símbolos têm a seguinte identificação: RAT=RAJI/ATT; RCP=RL/CP; RVV=RL/VV; RAJI-Resultado Antes de Juros e Impostos; ATT-Activo Total da empresa. Ver, Índice de Variáveis.

<sup>133</sup> A rotação do activo (VV/ATT) pode assumir-se como uma 'proxy' da produtividade do capital, embora seja tradicionalmente encarados como rácios de produtividade aqueles baseados no valor acrescentado.

<sup>134</sup> Os símbolos representam o seguinte: RL- Resultado Líquido; ATT- Activo Total da empresa; CP- Capital Próprio; VV- Volume de Vendas líquidas da empresa; MLL=RL+A+P; A-Amortizações do exercício; P-Provisões do exercício; I&D- Investigação e Desenvolvimento. Os meios libertos líquidos (MLL) também se designam por auto-financiamento bruto.

<sup>135</sup> A escolha das variáveis e a sua identificação apresentam-se no ponto 4.4- Selecção das variáveis.

- a) As escolas de pensamento, segundo Brush *et al.* (1999), permitem integrar o conjunto de factores que influenciam o desempenho e incluem a gestão de topo (Barkema *et al.*, 1996), a estratégia (Hitt *et al.*, 1997), a estrutura financeira (Neves, 1993; Geroski *et al.*, 1997) e a indústria (Delis & Beamish, 1999; Caves & Porter, 1977) que se pretendem verificar neste estudo quanto à sua influencia no desempenho;
- b) Há evidência de que os gestores de topo influenciam o desempenho da empresa, considerados enquanto equipa ou a nível individual. Nuns casos, as decisões são influenciadas pela personalidade e experiência de um dos gestores, por ser reconhecido com autoridade pelos restantes membros da equipa ou porque o seu comportamento se sobrepõe aos restantes. Noutros casos, um dos gestores detém autoridade delegada dos accionistas ou proprietários da empresa o que lhe confere supremacia quanto às orientações seguidas pela organização. Ou, noutros, ainda, um dos gestores detém poder derivado de possuir acções ou participação societária relevante;
- c) O desempenho é influenciado pela estratégia. Consoante a opção tomada seja, por exemplo, diversificar a actividade, constituindo outros negócios ou criando novos produtos, ou seja expandir geograficamente a empresa há implicações nos resultados;
- d) Por outro lado, o desempenho também é influenciado pela estrutura financeira (Geroski *et al.*, 1997; Neves, 1993). Discute-se se advém da composição da estrutura do capital ou da estrutura do endividamento e desta se a influência se deve ao facto de existir uma hierarquia de escolha do tipo de dívida. Contudo, há autores ( Braddley *et al.*, 1984; M. Allen, 1995) que colocam em questão a influencia da estrutura financeira nos resultados da organização o que está em desacordo com os princípios da política financeira;
- e) Relevo é dado à influencia da indústria no desempenho baseada no facto de que a empresa devido às características do negócio que desenvolve ou do grupo estratégico a que pertence é, desde logo, condicionada pela rendibilidade da actividade, vista na perspectiva do seu enquadramento macro- económico. Noutro sentido, as empresas numa determinada indústria têm diferente desempenho devido à concorrência que estabelecem entre si o que obriga a opção pela diversificação (Stimpert & Duhaime, 1997);

- f) O desempenho está associado aos mais diversos indicadores de medida, consoante os objectivos em questão, reconhecidamente utilizados pelos diferentes autores. No entanto, alguns desses indicadores são mais ou menos correntemente adoptados por expressarem melhor os resultados. Destacam-se os de rendibilidade financeira e económica [rendibilidade do capital próprio da empresa (RCP), rendibilidade do activo total da empresa (RAT) e rendibilidade das vendas (RVV)] e o de rotação do activo (VV/ATT).

Em suma, o desempenho da empresa deverá ser influenciado por factores derivados das características dos gestores, caso da personalidade, comportamento e especialização funcional, do tipo de opção de estratégia seguida de inovação, expansão ou outra e pela estrutura financeira decorrente, nomeadamente da estrutura de capital. Havendo que escolher as variáveis de medida, seguindo os pontos de vista dos autores, adoptaram-se, em especial, os indicadores de rendibilidade, índice de crescimento e rotação do activo.

## 2.7- Conclusões

A abordagem à teoria do comportamento do gestor é matéria de actualidade escassamente tratada quanto às suas implicações, nomeadamente ao nível da estrutura financeira da empresa, o que reforça a importância do trabalho em curso. A teoria trata, contudo, intensamente das características dos gestores de topo e o seu papel influente em diversas vertentes relacionadas com as escolhas estratégicas e desempenho das organizações. Por outro lado, a análise segue, também, no sentido de admitir a existência de determinado perfil de gestor consoante o sector de actividade e, num âmbito mais vasto, ao nível duma economia.

Noutro campo, a teoria financeira permite concluir continuar este tema no centro da atenção dos investigadores. A estrutura de capital e a estrutura de financiamento parecem manter grande importância e influência no crescimento e desenvolvimento das organizações, continuando, contudo, a estrutura de capital a ser tida como um enigma, sendo, no entanto, o problema restritivo, por se admitir de maior valia discutir a questão relativa ao tipo de financiamento. As empresas dispõem de certa estrutura de capital. No entanto, não se percebe, ainda, porque é que aquelas que actuam no mesmo negócio apresentam estruturas muito diferentes quando a teoria, admitindo a diferença entre empresas, se orienta no sentido da existência de estrutura óptima de capital para aquelas em idêntico sector de actividade. Esta possibilidade deriva, também, dos trabalhos empíricos admitirem a existência de estrutura de capital agregada, dentro de dados parâmetros, diferentes entre sectores industriais.

Por sua vez, a escolha da estratégia da empresa que parece ser directamente influenciada pelas características dos gestores de topo, reconhecidos que parece estarem parte dos seus determinantes, deverá fornecer uma séria base para compreender a estrutura de capital e a estrutura financeira e o desempenho das organizações. Quanto a este são diversas as unidades de medida adoptadas, consoante os objectivos de avaliação, privilegiando-se, no entanto, em grande parte dos estudos os indicadores de rendibilidade.

## 2.8- Síntese

Com os diversos pontos de vista desenvolvidos em profundidade pretendeu-se conhecer a situação em que se encontra a investigação nas diversas áreas de estudo admitidas neste trabalho, a partir das quais se suportaram as relações de influência entre as dimensões-chave que constituem o modelo de investigação. As áreas do conhecimento desenvolvidas referem-se à tipologia do gestor orientada para a especialização funcional, o comportamento, a demografia e a personalidade; à opção de estratégia nos seus aspectos de inovação, expansão, diversificação e transacção; à estrutura financeira conotada com a estrutura de capital, estrutura de endividamento e estrutura de investimento; e ao desempenho da empresa, essencialmente identificado com indicadores de rendibilidade aos quais se juntaram medidas referentes ao índice de crescimento e de rotação do activo.

Aquelas dimensões-chave agrupam variáveis quantificadas (métricas) e variáveis qualitativas (não-métricas) que decorrem das decisões tomadas pelos responsáveis aos diversos níveis, sejam as decisões de investimento, financiamento ou de outro tipo, ou aquelas derivadas das políticas de gestão adoptadas ou da estratégia seguida, ambas com reflexos no desempenho, nomeadamente no volume de negócios e na rendibilidade da empresa.

A estrutura financeira como o desempenho são influenciados por diferentes factores, uns provenientes da própria organização outros exteriores. Neste trabalho são privilegiados essencialmente os factores internos dos quais salientam-se as idiossincrasias e interesses específicos dos gestores, tais como, a maior ou menor propensão para o risco, o nível de delegação de autoridade, a tipologia dos grupos de trabalhadores e a opção de estratégia seguida, donde se podem relevar as opções de tecnologia, os novos negócios e a intensidade de *marketing*, a cultura e identidade características da organização e outros.

Dos factores externos relevam-se, nomeadamente, os distintos investidores ou instituições financeiras por se disporem a aplicar os seus capitais na empresa no pressuposto de obtenção de rendimento, os credores diversos devido ao interesse particular na sua actividade, o Estado e outras instituições por razões sociais e económicas e a sociedade em geral, através da relação de dependência, nomeadamente económica, que se estabelece com as organizações devido à sua localização. De salientar, por um lado, a importância do risco do

negócio, por outro, o papel e influência que pode representar o sector de actividade empresarial, tomando em conta a forma como se estrutura e organiza e o seu nível de concentração.

Dada a importância reconhecida à tipologia do gestor e às escolhas estratégicas e a outros factores que influenciam a estrutura financeira e o desempenho, os esforços concentraram-se num grupo determinado de variáveis. Para isso, lançou-se mão de trabalhos elaborados (por exemplo, Penrose, 1959; Chandler, 1982; Myers, 1984; Williamson, 1985; Barton & Gordon, 1988; Harris & Raviv, 1991; Opler, 1997), visando apoiar o propósito do estudo e, ao mesmo tempo, discorrer sobre outros campos de influência. Neste sentido, optou-se, em particular, por considerar as implicações entre variáveis que caracterizam a tipologia do gestor que foram a idade, antiguidade na função, formação e/ou especialização educacional, grau de escolaridade, nível de comunicação com os empregados, nível de comunicação com os clientes, delegação de autoridade e propensão para o risco e aquelas que determinam a opção de estratégia que foram a política de preços, investigação e desenvolvimento, tecnologia ou automatização, novos produtos ou serviços, novos negócios, desenvolvimento de produtos existentes, intensidade de marketing e expansão para novos mercados geográficos; por sua vez, entre estes agregados e a estrutura financeira identificada pelos rácios CA/CP, CAE/CA, PT/CA e AI/ATT e o desempenho da empresa representada pelas rendibilidades do capital próprio da empresa, do activo total da empresa e das vendas e pelas relações MLL/ATT e VV/ATT.



## CAPÍTULO 3. AGENDA E MODELO DE INVESTIGAÇÃO

### 3.1- Agenda de investigação

#### 3.1.1- Formulação de hipóteses

O desenvolvimento do trabalho de investigação exige a determinação de diferentes variáveis, tidas como as mais adequadas, escolhidas com base em princípios decorrentes dos propósitos do estudo, o que implica a formulação prévia das hipóteses a comprovar<sup>136</sup>. Neste sentido, tomaram-se como referência as reflexões e trabalhos de investigação produzidos por distintos autores que têm contribuído para a teoria e que se desenvolveram no ponto sobre a revisão da literatura. Aí apresentam-se os diferentes contributos envolvendo parte significativa dos autores que reconhecidamente têm devotado esforço para estabelecer a melhor compreensão destas matérias.

Tomando por base as dimensões-chave consideradas e os objectivos a alcançar, apoiados em diversos pontos de vista desenvolvidos por distintos autores, estabeleceram-se, então, seis hipóteses a comprovar e respectivas sub-hipóteses.

Hipótese 1: *A tipologia do gestor de topo consoante o seu comportamento, personalidade e especialização influencia de forma distinta a estrutura financeira das empresas, avaliada em termos da estrutura de capital, estrutura de endividamento e estrutura de investimento.*

Sub-hipótese 1.1: *Os gestores do sector da alimentação são caracterizados pela sua especialização e comportamento e influenciam positivamente o investimento;*

Sub-hipótese 1.2: *Os gestores do sector dos têxteis e confecções são caracterizados pela sua personalidade e influenciam positivamente o endividamento;*

---

<sup>136</sup> Hipóteses são declarações concisas acerca do que se espera venha a ocorrer, não tomadas no sentido do que se tem de verificar. Não contêm argumentos lógicos acerca da razão porque são esperadas as relações empíricas. Servem como pontes cruciais entre a teoria e os dados, explicitando a forma como variáveis e relações serão operacionalizados, segundo determinada lógica argumentativa (Sutton & Staw, 1995, p. 376/377).

Sub-hipótese 1.3: *Os gestores do sector da química e plásticos são caracterizados pela sua especialização e comportamento e influenciam positivamente o investimento;*

Sub-hipótese 1.4: *Os gestores do sector da metalurgia e metalomecânica são caracterizados pela sua personalidade e influenciam positivamente o endividamento.*

Sendo os gestores agentes dinâmicos nas organizações, identificados pelo seu comportamento e demais características de personalidade e outras, admite-se a sua influência no desempenho das empresas seja quanto aos resultados e rentabilidade alcançada seja quanto à produtividade do capital ou no aproveitamento de oportunidades que possibilitem o crescimento. São certamente os maiores determinantes do êxito ou fracasso (Schumpeter, 1950; House, et al., 1991; Katz & Kahn, 1978). As características de gestão observáveis, tais como a educação, a prática funcional e o nível educacional a par da forma como entendem os fenómenos reflectidos no tipo de liderança estratégica influenciam o desempenho (Hambrick & Mason, 1984; Thomas & Simerly, 1994).

Hipótese 2: *A opção de estratégia orientada para a inovação, para a expansão, para a diversificação ou para a transacção influencia de forma distinta a estrutura financeira das empresas, avaliada em termos da estrutura de capital, estrutura de endividamento e estrutura de investimento .*

Sub-hipótese 2.1: *As empresas do sector da alimentação caracterizam-se por apostarem na estratégia de expansão e influenciam positiva e simultaneamente o investimento e o endividamento;*

Sub-hipótese 2.2: *As empresas do sector dos têxteis e confecções caracterizam-se por apostarem nas estratégias de inovação e de expansão e influenciam positiva e simultaneamente o investimento e o endividamento;*

Sub-hipótese 2.3: *As empresas do sector da química e plásticos caracterizam-se por apostarem nas estratégias de inovação, diversificação e expansão e influenciam positiva e simultaneamente o investimento e o endividamento;*

*Sub-hipótese 2.4: As empresas do sector da metalurgia e metalomecânica caracterizam-se por apostarem nas estratégias de inovação e expansão e influenciam positiva e simultâneamente o investimento e o endividamento;*

A orientação estratégica pode, portanto, seguir diversas orientações cujas opções contribuem para o êxito ou fracasso das organizações. Podem ter a ver com actividades de investigação e desenvolvimento, produção de novos ou o desenvolvimento de produtos existentes ou dirigir-se para novos mercados e apostar em novos negócios. Em qualquer dos casos há evidência de implicar com o desempenho da empresa. Zou & Cavusgil (1996) argumentam que os objectivos da empresa decorrem da orientação estratégica ampla mas também das actividades. Por outro lado, a uma maior complexidade dos recursos e capacidades correspondem vários modos e distintas medidas de desempenho cujo índice superior poderá estar associado a alguma aptidão específica (Hart, 1992; Porter, 1994).

*Hipótese 3: A tipologia do gestor de topo consoante o seu comportamento, personalidade e especialização influencia de forma distinta o desempenho das empresas avaliado através dos resultados e rendibilidade, da produtividade do capital e do crescimento.*

*Sub-hipótese 3.1: Os gestores do sector da alimentação são caracterizados pela sua especialização e comportamento e influenciam positivamente o índice de crescimento e a rotação do activo;*

*Sub-hipótese 3.2: Os gestores do sector dos têxteis e confecções são caracterizados pela sua personalidade e influenciam positivamente a rendibilidade;*

*Sub-hipótese 3.3: Os gestores do sector da química e plásticos são caracterizados pela sua especialização e comportamento e influenciam positiva e simultâneamente o índice de crescimento e a rotação do activo;*

*Sub-hipótese 3.4: Os gestores do sector da metalurgia e metalomecânica são caracterizados pela sua personalidade e influenciam positivamente a rendibilidade.*

As organizações dispõem de múltiplas alternativas quanto à opção de estratégia a seguir

dependentes, nomeadamente do aproveitamento de oportunidades decorrentes do tipo de organização, qualidade de gestão ou de características dos seus gestores de topo, bem como da disponibilidade ou acesso a recursos. Certamente, diferentes opções terão efeitos ao nível da estrutura financeira. Grundy (1993) refere, nomeadamente, que os gestores procuram estabelecer relações entre as finanças e a estratégia com reflexos no tipo de estrutura financeira, ou seja, com efeitos na composição dos activos. Por outro lado, a política de diversificação de novos produtos e os investimentos orientados para processos tecnológicos e para processos de distribuição têm implicações ao nível do tipo de estrutura financeira da organização (Mahoney & Pandian, 1992; Slater, 1980).

A estrutura do capital é influenciada pela especificidade dos activos associada aos custos de transacção referente a relações contratuais entre partes visando obter mais baixos custos de troca, em que os interesses existentes entre investidores, credores e gestores tem importância com reflexos no tipo e nível de dívida (Williamson, 1975, 1988; Hennart, 1993; Kochhar, 1996). Há, por sua vez, influência entre investimentos em equipamentos, publicidade, investigação e desenvolvimento e produtos específicos e o endividamento (Williamson, 1981; Long & Malitz, 1983).

*Hipótese 4: A opção de estratégia orientada para a inovação, para a expansão, para a diversificação e para a transacção influencia de forma distinta o desempenho das empresas avaliado através dos resultados e rentabilidade, da produtividade do capital e do crescimento.*

*Sub-hipótese 4.1: As empresas do sector da alimentação caracterizam-se por apostarem na estratégia de expansão e influenciam positiva e simultaneamente a rentabilidade e a rotação do activo;*

*Sub-hipótese 4.2: As empresas do sector dos têxteis e confecções caracterizam-se por apostarem nas estratégias de inovação e de expansão e influenciam positiva e simultaneamente a rentabilidade e a rotação do activo;*

*Sub-hipótese 4.3: As empresas do sector da química e plásticos caracterizam-se por apostarem nas estratégias de inovação, diversificação e expansão e influenciam positiva e*

*simultaneamente a rendibilidade, o índice de crescimento e a rotação do activo;*

Sub-hipótese 4.4: *As empresas do sector da metalurgia e metalomecânica caracterizam-se por apostarem nas estratégias de inovação e expansão e influenciam positiva e simultaneamente a rendibilidade e o índice de crescimento.*

A estrutura financeira, de uma ou outra forma e mais ou menos directamente, tomando como referência diferentes autores, influencia o desempenho da empresa, tanto ao nível dos resultados alcançados, por exemplo da rendibilidade, como ao nível do seu crescimento, medido pelo aumento do volume da actividade ou dos activos (Myers, 1977; Ferri & Jones, 1979; Buzzell & Gale, 1987; Maksimovic & Zechner, 1991; Geroski *et al.*, 1997; Barth, 1999; *et al.*). Aquela dimensão-chave depende, também, da dimensão da empresa e do tipo de negócio, ou seja, do sector de actividade em que se enquadra (Santos, 1989).

Um tipo de discussão leva a considerar o facto de saber se o endividamento propicia o crescimento da empresa. Se é verdade reflecte-se no sentido de saber quais as consequências e se há limites para esse endividamento. Patrick (1998) argumenta que muitas empresas de sucesso têm usado a dívida para financiar o seu crescimento. Contudo, muitas empresas utilizam o autofinanciamento e os aumentos de capital, em qualquer dos casos há implicações no desempenho.

Hipótese 5: *A estrutura financeira avaliada em termos da estrutura de capital, estrutura de endividamento e estrutura de investimento, influencia de modo diferente o desempenho das empresas, avaliado através da rendibilidade, da rotação do activo e do índice de crescimento.*

Sub-hipótese 5.1: *As empresas do sector da alimentação caracterizam-se por apostarem no investimento e no endividamento, no caso do investimento com influência positiva na rendibilidade e no caso do endividamento com influência negativa no índice de crescimento;*

Sub-hipótese 5.2: *As empresas do sector dos têxteis e confecções caracterizam-se por apostarem no investimento e no endividamento, no caso do investimento com influência positiva na rendibilidade e no caso do endividamento com influência negativa na rotação do*

*activo;*

Sub-hipótese 5.3: *As empresas do sector da química e plásticos caracterizam-se por apostarem no investimento e no endividamento, no caso do investimento com influência positiva na rendibilidade e no caso do endividamento com influência negativa no índice de crescimento;*

Sub-hipótese 5.4: *As empresas do sector da metalurgia e metalomecânica caracterizam-se por apostarem no investimento e no endividamento, no caso do investimento com influência positiva na rendibilidade e no caso do endividamento com influência negativa na rotação do activo;*

É relevante, por um lado, o comportamento do gestor, influenciado pelo tipo de formação, idade e outras características, por outro, a opção de estratégia seguida pela empresa influenciada pela decisão tomada pelo gestor, seja no sentido de optar pela investigação própria ou por adequar produtos, optar por tecnologia inovadora, expandir os negócios para mercados distantes ou apostar seriamente em *marketing* (Chandler, 1962; Grundy, 1993; Williams, 1994; Rumelt *et al.*, 1994; Zou & Cavusgil, 1996; Porter, 1996). Depreende-se, portanto, existir alguma relação entre a tipologia do gestor e a opção de estratégia seguida pela empresa admitindo-se, paralelamente, que ambos impliquem na estrutura financeira e no desempenho.

Por sua vez, certamente serão diversas as opções tomadas por diferentes estratégias, os gestores, em circunstâncias equiparadas, com consequências, nomeadamente ao nível do endividamento e dos resultados o que terá a ver com capacidades e a forma de entender os fenómenos. Esta possibilidade deverá determinar o sentido ganhador do «gestor executivo», conforme aos pontos de vista de Hambrick (1989) e Stalk *et al.* (1992). Aquilo acontece pelo facto da estratégia enquanto processo recorrer a aptidões baseadas em atitudes e percepções dos gestores (Williams, 1994).

Hipótese 6: *A tipologia do gestor de topo consoante o seu comportamento, personalidade e especialização influencia de modo diverso a opção de estratégia orientada para a inovação, para a expansão, para a diversificação ou para a transacção.*

Sub-hipótese 6.1: *Os gestores do sector da alimentação são caracterizados pela sua especialização e comportamento e influenciam positivamente a estratégia de expansão;*

Sub-hipótese 6.2: *Os gestores do sector dos têxteis e confecções são caracterizados pela sua personalidade e influenciam positiva e simultaneamente as estratégias de inovação e expansão;*

Sub-hipótese 6.3: *Os gestores do sector da química e plásticos são caracterizados pela sua especialização e comportamento e influenciam positiva e simultaneamente as estratégias de inovação, diversificação e expansão;*

Sub-hipótese 6.4: *Os gestores do sector da metalurgia e metalomecânica são caracterizados pela sua personalidade e influenciam positiva e simultaneamente as estratégias de inovação e expansão.*

As hipóteses colocadas referem-se às diferentes situações envolvendo as empresas por sector de actividade e agrupadas, constituindo, neste caso, a amostra global. Trata-se de verificar o tipo de relações de influência entre variáveis, compreendendo dimensões-chave, evidenciando as linhas de tendência dessas mesmas relações. Tudo indica que serão diferentes, porque o tipo de negócio e a estrutura da indústria deverão influenciar a estrutura do financiamento (Balakrishnan & Fox, 1993). Titman & Wessels (1988) e Esperança & Gama (1999) referem a estrutura da indústria como determinante da estrutura do capital, referindo Miller (1977), Francis & Leachman (1994) e Opler & Titman (1994) que existe ao nível agregado do negócio e da indústria uma estrutura óptima da empresa do que decorrem distintas relações entre as variáveis agregadas. A corroborar este ponto de vista Rajagopalan & Datta (1996) argumentam que tanto as características do gestor como as condições da indústria têm implicações no desempenho financeiro. É o que diz Nelson (1995) que as empresas distinguem-se e são diferentes consoante o sector económico e respectivo contexto. Estas perspectivas conduzem a admitir que tanto o comportamento dos gestores e as estratégias seguidas como a estrutura financeira e o desempenho das empresas e respectivas relações entre estas dimensões-chave são diversas entre empresas de diferentes sectores de actividade como se forem consideradas agrupadas de forma indiferenciada.

### 3.1.2- Extensão e limites

O propósito central de avaliar em que medida a tipologia do gestor de topo e a opção de estratégia seguida influenciam a estrutura financeira e o desempenho da empresa e os propósitos complementares de perceber até que ponto a opção de estratégia é influenciada pela tipologia do gestor e o desempenho influenciado pela estrutura financeira condicionam aquelas dimensões da empresa e conduzem, por um lado, à delimitação da extensão do trabalho, por outro, ao esclarecimento dos limites da investigação.

A determinação das relações de influência exigiu a correspondente determinação de grupos de variáveis por cada uma das dimensões-chave envolvidas. Aquela escolha foi baseada em diferentes trabalhos de investigação, tendo em conta os objectivos do estudo, conforme se enuncia no ponto sobre selecção das variáveis.

Definiram-se para a tipologia do gestor oito variáveis orientadas duas para a especialização funcional, a formação e o grau de escolaridade, três para o comportamento, o nível de comunicação com empregados, o nível de comunicação com clientes e a delegação de autoridade, duas demográficas, a idade e a antiguidade na função, e uma cognitiva identificado com a personalidade, a propensão ao risco. Para a opção de estratégia definiram-se dez variáveis, duas conotadas com a inovação, a investigação e desenvolvimento e a tecnologia, quatro com a expansão, o desenvolvimento de produtos existentes, a intensidade de marketing, a expansão para mercados geográficos e os novos canais de distribuição, três com a diversificação, a linha de produtos, os novos produtos ou serviços e os novos negócios, e uma com a transacção, o preço. Para a estrutura financeira definiram-se quatro variáveis, uma identificada com a estrutura de capital, CA/CP, duas com a estrutura de endividamento, CAE/CA e PT/CA, e uma com estrutura de investimento, AI/ATT. Para a dimensão-chave do desempenho identificaram-se cinco variáveis sendo três identificadas com a rendibilidade, RCP, RAT e RVV, uma com o índice de crescimento, MLL/ATT, e uma com a rotação do activo da empresa, VV/ATT. O total de variáveis envolvidas é de vinte e sete. Destas, nove são variáveis métricas e dezoito são variáveis não-métricas.

Do universo de 1288 empresas constituiu-se a amostra de 132 empresas de base industrial,



correspondendo àquelas que preencheram correctamente o inquérito, distribuídas por quatro sectores de actividade, escolhidos por desenvolverem diferentes negócios. Foram utilizadas bases de dados, constituídas por médias empresas, facultadas pelas empresas IFquatro e Mope. Assim, seleccionaram-se das respostas dadas ao inquérito 16 empresas do sector da alimentação, 57 do sector dos têxteis e confecções, 27 do sector da química e plásticos e 32 do sector da metalurgia e metalomecânica.

As técnicas estatísticas utilizadas resultaram, especialmente, do facto de se estudarem importantes relações envolvendo variáveis métricas e não-métricas. Foram, em consequência, escolhidos os modelos referentes ao teste t, ao método da regressão linear múltipla e à análise da correlação canónica não linear.

O trabalho apresenta limitações. A primeira tem a ver com a dimensão da amostra quanto ao número de empresas de base industrial utilizadas, especialmente para testar as relações entre as dimensões-chave das empresas por sector de actividade. A questão deve-se, por um lado, ao facto de não se dispor de base de dados nacional, com informação sobre as médias empresas portuguesas discriminadas por sector de actividade e cobrindo o período em análise. Por outro, ao fraco índice de respostas obtidas e que passaram a constituir a amostra, cifrando-se em 10,2%.

A segunda limitação decorre do período considerado, referente aos anos entre 1990 e 1997. Seria interessante admitir-se período mais longo, visando recolher informação abrangendo épocas distintas, com vista a relevar maior evidência quanto às políticas seguidas.

A terceira limitação relaciona-se com a recolha de dados, sobretudo de ordem qualitativa. Muito embora o inquérito fosse discriminado rubrica a rubrica, para as quais se solicitava resposta, pelo facto de depender da disposição e leitura do gestor sobre o que se pedia, admite-se que possam haver discrepâncias, nomeadamente tratando-se de empresas de diferentes sectores de actividade. Estão em questão condições de integridade e homogeneidade da informação, em especial, de informação qualitativa.

A quarta limitação tem a ver com a opção feita quanto à amplitude do trabalho. Determinou-se estudar as diferentes relações envolvendo as empresas de distintos sectores de actividade

por forma a retirar conclusões entre eles e relativamente ao total da amostra constituída pelas empresas estudadas. No entanto, seria importante verificar o comportamento dessas relações, por grupos de empresas, dentro do mesmo sector e por mercado. Por outro lado, seria interessante complementar a análise empresa a empresa, tipo estudo de caso.

### 3.1.3- Observações sobre a agenda de investigação

Consideraram-se propósitos centrais e outros complementares, visando circunscrever o trabalho a avaliar, com intuito de arredar dúvidas quanto à questão central. Naquele particular, trata-se de abordagem qualitativa e quantitativa, exigindo técnicas estatísticas adequadas, recorrendo-se a dados derivados de opinião e baseados em valores de empresas de base industrial que constituem a amostra. Envolve o estudo das relações entre a tipologia do gestor e opção de estratégia e a estrutura financeira e o desempenho.

A determinação de propósitos complementares justifica-se pelo facto dos estudos realizados verificarem a existência de factores de tipo quantitativo condicionantes ou influentes da estrutura financeira e do desempenho da empresa. E, por outro lado, factores qualitativos envolvendo o estudo da relação entre a tipologia do gestor e a opção de estratégia. Pretendeu-se avançar, também, nestes campos aproveitando para desenvolver trabalho que ajudasse a perceber o tipo de relações entre determinados valores quantitativos e qualitativos e apreender as suas implicações, de forma mais ampla.

Equacionaram-se, para o efeito, seis hipóteses de trabalho correspondendo às relações entre grupos de variáveis que constituem as quatro dimensões-chave.

## 3.2- Modelo de investigação

### 3.2.1- Introdução

Apresenta-se o modelo de investigação evidenciando o sentido das relações que se pretendem comprovar e descrevendo as variáveis agrupadas pelas dimensões-chave identificadas por tipologia do gestor, opção de estratégia, estrutura financeira e desempenho.

Antes, porém, definem-se conceitos referidos ao longo do trabalho de investigação.

Após apresentação do modelo explicitam-se as variáveis.

### 3.2.2- Enunciação de conceitos

Alguns dos conceitos utilizados no trabalho de investigação carecem de especificação dos quais relevam-se desenvolvimento, tipologia do gestor, opção de estratégia, estrutura financeira, estrutura de capital, estrutura de financiamento, estrutura de endividamento, estrutura de investimento, desempenho, resultados e crescimento.

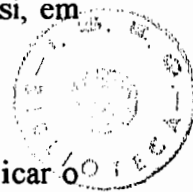
#### 3.2.2.1- Desenvolvimento

Desenvolvimento associa-se ao conceito de evolução com sentido qualitativo o que envolve alteração de grau, estado ou situação, em quantidade e/ou qualidade, compreendendo a evolução e mudanças cumulativas nas formas estruturais das entidades organizacionais. Pressupõe assegurar a continuidade face ao contexto em mutação obtendo-se, para isso, fórmulas adequadas à sobrevivência que envolvem, desde logo, o sentido de adaptação das estruturas e processos internos por forma continuada e crescente<sup>137</sup>.

O desenvolvimento de uma empresa ou organização em geral pressupõe, portanto, assegurar o grau, estado ou situação referente ao crescimento e à obtenção de resultados, tendo em

<sup>137</sup> Schumpeter na sua Theory of Economic Development (1934), enuncia que o desenvolvimento económico consiste dum processo que os empresários olham de relance, como se tratasse de uma corrente de

conta referências ou diz respeito à acumulação de conhecimento útil tomado de per si, em conjunto ou de forma associada.



Van de Ven & Poole (1995, p. 512 e p. 514)<sup>138</sup> apresentam teoria normativa para explicar o desenvolvimento das organizações tido como um processo de mudança, ou seja, *uma progressão de eventos em mudança não interrompidos durante a existência da entidade*. Introduzem para discussão quatro teorias do processo de desenvolvimento ou mudança, que são: (1) teoria do ciclo de vida, associada ao crescimento orgânico programado; (2) teoria teleológica, baseada na cooperação decorrente de visão; (3) teoria dialética, centrada no conflito pelo contraditório; (4) teoria evolucionista, assente no princípio da sobrevivência por selecção natural.

Porém, nem todo o desenvolvimento organizacional representa progresso partindo de um nível mais baixo e de um estado simples para um mais alto e mais complexo. Pode acontecer que siga um caminho regressivo como no caso do declínio organizacional (Kimberly & Miles, 1980), referem Van de Ven (id., p. 513).

São causas do desenvolvimento da moderna empresa industrial, refere Chandler (1990), a conjugação de investimentos em tecnologia, *marketing* e distribuição e gestão, por permitirem aproveitar as condições de vantagem competitiva através do preço, dos processos de fabrico e sistemas de *marketing* e pela velocidade de resposta, eficácia e eficiência face aos concorrentes.

---

oportunidades técnicas constituídas ostensivamente por razões independentes dos mercados particulares, que possibilitam carrear inovações para o mercado.

<sup>138</sup> Estes autores (*op. cit.*, p. 512) ao considerarem desenvolvimento como 'um processo de mudança' definem processo segundo dois pontos de vista: (1) como lógica que expõe uma selecção causal entre variáveis dependentes e independentes numa teoria da variância; e, (2) como categoria de conceitos organizacionais (por exemplo, taxas de comunicação, fluxos de trabalho, técnica de tomada de decisão ou métodos para elaborar a estratégia'. Por outro lado, definem mudança numa entidade organizacional, de um tipo de evento, como observação empírica de diferenças na forma, qualidade ou estado ao longo do tempo.

Na teoria do ciclo de vida, desenvolvimento de uma entidade organizacional explica-se baseado no 'crescimento orgânico desde o seu início ao termo'. Na teoria teleológica, compreende 'o prosseguimento de um caminho em direcção a um objectivo ou estado final', assumindo-se que a entidade tem propósitos úteis e adaptáveis. Corresponde, portanto, a uma 'sequência repetitiva da formulação, implementação, avaliação e modificação de objectivos baseados no que foi apreendido ou tomado como intencional pela entidade'. Na teoria evolucionista o desenvolvimento equivale a 'evolução tomada como sequência dinâmica de mudança no tempo'. Ou seja, compreende a 'mudança como progressão recorrente, cumulativa e probabilística da variação, selecção e retenção de entidades organizacionais'. Na teoria dialéctica é tido como 'processo dialéctico entre estabilidade e mudança referenciados ao poder entre entidades opostas.'

Quer dizer, o crescimento só por si não garante o desenvolvimento. Uma empresa pode crescer e não se desenvolver, nomeadamente, se admitir excesso de actividade face à capacidade instalada conducente à disfunção da organização ou à ruptura económica, financeira ou do sistema. Da mesma forma, pode acumular conhecimento e redundar num fracasso, por exemplo, se apostar em investigação sem aplicação imediata ou mediata, dispor de técnicos com elevado saber não adequados aos fins ou dispor de sistemas de controlo ou processo sofisticados sem aplicação prática.

Pode, também, obter resultados e soçobrar se estes não corresponderem às condições que assegurem a estabilidade dos processos ou do sistema, por exemplo, a empresa aumenta significativamente as vendas mas diminui as margens ou vice-versa aumenta as margens mas reduz a actividade ou aumenta os resultados à custa de um esforço exagerado dos processos ou da tecnologia sem que sejam reconfigurados, etc..

Ao enunciar desenvolvimento pretende-se significar a evolução continuada do volume de actividade obtendo resultados e das estruturas da empresa por forma adequada e adaptada à mudança no contexto. Ou seja, assegurar, em especial, o crescimento e os resultados positivos.

### 3.2.2.2- Tipologia do gestor

A tipologia do gestor refere-se a características intrínsecas ao agente detentor de poder hierárquico que na organização toma as decisões de forma continuada implicando ou influenciando decisivamente o desempenho da empresa (Finkelstein, 1988; Gupta, 1988). Trata-se de características, nomeadamente, demográficas, como sejam, a idade, experiência, propensão para o risco ou de formação da qual salientam-se o grau de escolaridade, o nível de especialização e outras.

Reconhece-se, consoante as características e o comportamento, que os gestores tomam as suas decisões influenciados pelo tipo de informação obtida, modo como interpretam os factos, disposição e apetência para a acção, propensão para o risco ou forma como mobilizam os grupos (Finkelstein & Hambrick, 1990; Wiersema & Bantel, 1992).

### 3.2.2.3- Opção de estratégia

A opção de estratégia diz respeito a decisões tomadas pela empresa, envolvendo recursos, mercados ou processos, com vista à realização dos seus objectivos, resultando daí efeitos a prazo sobre a empresa, nomeadamente nas suas estruturas. Pode ser procurada na forma como as organizações declaram, a priori, conduzir as acções ou, a posteriori, verificar o resultado das decisões de comportamento actual (Mintzberg *et al.*, 1995).

Seja qual for a organização, em cada momento, não pode fazer de tudo, mesmo no âmbito da sua actividade, sendo conduzida a escolher que fazer, como e quando. Toma como referência os objectivos, propósitos ou metas e as principais políticas e planos para alcançar aqueles objectivos (Andrews, 1971). A estratégia é um processo que recorre a aptidões baseadas em atitudes e percepções visando os objectivos (Williams, 1994). Isto, porque nenhum de dois estratègas deverá identificar ou mesmo corroborar idênticas opções para a empresa (Hambrick, 1989). A essência da estratégia é a escolha (Porter, 1994).

Naturalmente, neste quadro de realização o tipo de opção tomada tem implicações a prazo no género de organização e forma como se estrutura com efeitos ao nível do desempenho. Por exemplo, certamente que é distinta a empresa que opta por praticar preços elevados, desenvolver o *marketing*, apostar na investigação e manter-se tecnologicamente actualizada de uma outra que pratica preços baixos, procura adequar os seus produtos ou imitar outros, proceder de forma irregular a acções envolvendo o *marketing* e assegurar as condições tecnológicas indispensáveis com o menor investimento. É relevante, então, entender o tipo de opção feita pela empresa e avaliar as implicações.

No âmbito do conceito opção de estratégia admitem-se distintas orientações, consoante os objectivos associados à estratégia e recursos mobilizados. Referem-se, neste caso, a opção de estratégia pela transacção, a opção de estratégia pela inovação, a opção de estratégia pela diversificação e a opção de estratégia pela expansão.

Opção de estratégia pela transacção compreende a orientação da empresa para alcançar volume de actividade e/ou margem, com base na opção do preço dos produtos, determinado em função da procura, da oferta ou da concorrência.

Opção de estratégia pela inovação compreende a orientação da empresa para alcançar ou reforçar posicionamento no mercado, através da aposta em factores de diferenciação, baseado na opção pela investigação e desenvolvimento (I&D) e em tecnologias ou processos inovadores.

Opção de estratégia pela diversificação compreende a orientação da empresa para alcançar volume de actividade e/ou margem, baseado na opção por novos negócios, tendo em conta aproveitar diferentes oportunidades de mercado ou simplesmente acautelar a sobrevivência, em face de crescente concorrência, nomeadamente por se tratar de actividade em fase de maturidade/declínio.

Opção de estratégia pela expansão compreende a orientação da empresa para alcançar volume de actividade e/ou margem, através, por um lado, da intensificação das acções de marketing ou da escolha de diferentes canais de distribuição e, por outro, pela aposta em novos mercados geográficos ou, ainda, através do alargamento dos processos de produção (*scope*), para os quais concorrem a aposta em novas linhas de produtos ou o desenvolvimento dos produtos existentes.

#### 3.2.2.4- Estrutura financeira

*A estrutura financeira de uma empresa caracteriza-se pela importância relativa das diferentes fontes de financiamento (recursos financeiros) comparativamente com as diferentes categorias das aplicações (activos) desses recursos (capital próprio e passivo)* refere Fernandes Ferreira (1998)<sup>139</sup>. Diz respeito, portanto, a toda a empresa envolvendo os investimentos realizados (activos) e as fontes de financiamento (capital próprio e passivo) e expressa-se em ambos os membros do balanço. Não se identifica com composição de financiamento. Corresponde ao balanço da empresa com base no qual se tecem

<sup>139</sup> Texto apresentado por Rogério Fernandes Ferreira às XIX Jornadas Latino-Americanas de Direito Tributário realizadas de 11 a 16 de Outubro de 1998 em que tratou o tema «O Enquadramento Fiscal da Subcapitalização das Empresas», também referido na sua nota n.º 278. Nesta nota enuncia que ‘as apreciações relativas à situação financeira concreta, o exame da estrutura financeira, a avaliação dos efeitos financeiros na condução dos negócios são hoje questões essenciais, porque se vive sob cenários de mutações aceleradas. E em situações de crise, de contínua acumulação de défices e de dívidas das empresas, ou do Estado onde as empresas funcionam, a óptica financeira assume, naturalmente, relevância especial’.

considerações sobre a estrutura de capital referente aos *recursos próprios e alheios de que a empresa dispõe* (Fernandes Ferreira, 1985).

As escolhas do financiamento e da estrutura de capital estão entre as decisões-chave tomadas pelos gestores, dependendo das características dos activos o financiamento por recurso à dívida ou a capital próprio (Williamson, 1988; Kochhar, 1996). Segundo Brander & Lewis (1986) e Maksimovic & Zechner (1991), a estrutura financeira afecta as decisões de investimento e a distribuição dos resultados.

### 3.2.2.5- Estrutura de capital

A estrutura de capital refere-se ao segundo membro do balanço e indica a relação existente entre capital alheio e capital próprio ou capital alheio e activo total (Myers, 1993). Neste caso, identifica-se, também, com endividamento. Ou seja, a estrutura de capital diz respeito ao rácio da dívida sobre o capital próprio, com base no qual se evidencia a importância relativa dos diferentes instrumentos da dívida e do capital próprio (Berglof, 1989; Kochhar, 1996).

Dívida compreende os financiamentos obtidos de entidades financeiras ou outras, incluindo os créditos obtidos de operações relacionadas com a actividade, nomeadamente extra-exploração. Identifica-se com o capital alheio<sup>140</sup>.

Capital próprio refere-se aos meios colocados à disposição da empresa pelos sócios, accionistas ou identificados com o autofinanciamento ou outros, por exemplo reservas constituídas. Trata-se de um recurso crítico pelo facto dos sócios ou accionistas serem muito exigentes e, por isso, difícil a sua obtenção (Sterns & Mizruchi, 1993).

Capital (correspondente ao capital total ou activo total) é conceito correntemente utilizado na bibliografia anglo-saxónica, identificado com o segundo membro do balanço<sup>141</sup>.

<sup>140</sup> Dívida também se distingue de capital alheio (Stern, 1991). Dívida compreende os financiamentos obtidos de entidades financeiras ou outras. Não se consideram, neste conceito, os créditos obtidos de operações relacionadas com a actividade, nomeadamente de extra-exploração, desde que não se transformem em dívida, quer dizer, não sejam cumpridas as condições contratuais. Capital alheio compreende todos os créditos obtidos de entidades financeiras, fornecedores ou outros.

<sup>141</sup> Capital, normalmente distingue-se em capital próprio (CP), constituído pelos meios colocados à disposição da empresa pelos sócios ou accionistas e meios derivados dos resultados ou outras fontes, por exemplo



A noção de estrutura de capital é a mais utilizada pela maioria dos autores (Harris & Raviv, 1991; Israel, 1991; Myers, 1984) que se preocupam em estudar efeitos e influências no desempenho da empresa e respeita ao *lado direito do balanço* (Myers, 1998). Confere, por isso, o título a muitos textos e trabalhos de investigação. Contudo, distingue-se da noção de estrutura de financiamento (Maksimovic & Zechner, 1991).

A estrutura de capital depende de decisões ao nível do capital próprio e do endividamento. Muito embora se possam favorecer uma ou outra das alternativas a sua escolha depende de factores diversos, nomeadamente do acesso às fontes de financiamento, da necessidade de realizar certos investimentos indispensáveis à actividade e do aproveitamento de oportunidades, entretanto surgidas, para assegurar a expansão.

Em suma, a estrutura de capital refere-se à relação entre passivo (P) ou capital alheio (CA) e capital próprio (CP) da empresa. Pode, também, referir-se à relação entre dívida (passivo ou capital alheio) e capital (significando capital total (CT) com valor igual ao activo total (ATT)), sendo esta relação, normalmente, identificada com endividamento.

### 3.2.2.6- Estrutura de financiamento

A estrutura de financiamento compreende os diferentes tipos de fundos que a empresa utiliza para financiar os distintos investimentos (por exemplo, activo imobilizado, investimentos financeiros, existências, clientes, disponibilidades), sejam provenientes dos sócios ou accionistas, de resultados transitados acumulados dos lucros da actividade e constituídos em 'reserva', de reservas provenientes da emissão de acções ou de outros proventos (caso de reavaliação de activos), do autofinanciamento, de entidades financeiras ou de fornecedores associados à actividade da empresa.

Pode medir-se com base no valor absoluto de cada elemento que compõe a estrutura de financiamento ou através de relação entre si ou, ainda, medir-se pelo rácio de cada elemento com o total do financiamento, correspondendo este ao capital próprio mais o capital alheio.

---

reservas, e em capital alheio (CA) ou passivo (P), a que corresponde a dívida ou capital dos credores. Esta denominação compreende a dívida contratada, por período acordado, de entidades financeiras diversas ou derivada de crédito obtido de fornecedores ou outros, no âmbito da actividade da empresa.

Trata-se de conceito amplo que envolve a atribuição de direitos de decisão, controlo, medidas de desempenho, incentivos e *toda a espécie de coisas* (Myers, 1993). Financiamento compreende operações visando dotar as organizações de recursos financeiros, próprios ou alheios.

Fernandes Ferreira (1998, *op. cit.*) refere-se ao facto de se confundirem fundos com financiamentos quando expressa ser *de evitar a comum confusão entre fundos (fontes de liquidez) e financiamentos (fontes de financiamento)* devendo estes, apenas, *abarcas operações que se traduzam contabilisticamente em aumentos do segundo membro do balanço (Passivo e Capital Próprio) com implicações ou contrapartidas em acréscimos no primeiro membro (Activo)*. Myers (1993) esclarece que compreende as *diferentes espécies de financiamento apuradas no lado direito da folha do balanço*.

Em trabalho mais recente, Myers (1998) evidencia a necessidade de se analisar com prioridade a estrutura de financiamento compreendendo as *percentagens das diferentes espécies de financiamento apuradas no lado direito do balanço* o que é confirmado por Maksimovic & Zechner (1991) quando referem que a estrutura de capital é *uma coisa de «segunda ordem» quando comparada com a escolha da estrutura de financiamento*. Não se considerou neste trabalho lidar com a estrutura de financiamento.

### 3.2.2.7- Estrutura de endividamento

A estrutura de endividamento compreende todos os saldos credores resultantes de operações envolvendo terceiros, relacionados com a actividade, nomeadamente com o extra-exploração, caso de fornecedores ou outros credores, provenientes de opções de investimento, como sejam os créditos obtidos de fornecedores de imobilizado, ou derivados de operações de financiamento junto de entidades financeiras ou outras (Capital Alheio).

Compreende, portanto, as dívidas decorrentes da actividade da empresa (por exemplo, fornecedores e sector público do Estado) e aquelas provenientes de operações de financiamento (por exemplo, entidades financeiras ou outras) que não se identifiquem com o capital próprio.

Pode medir-se com base no valor absoluto de cada elemento que compõe a estrutura de endividamento ou através de relação entre si ou, ainda, medir-se pelo rácio de cada elemento com o total do endividamento, identificado este com o capital alheio.

A estrutura de endividamento é diferente da expressão comumente empregue de endividamento. Este corresponde ao capital alheio, identificando-se, por vezes, com estrutura de capital, medido, neste caso, pela relação capital alheio e capital total (equivalente ao activo total) (CA/CT).

Endividamento compreende, portanto, ao conjunto dos créditos obtidos de entidades financeiras, de fornecedores correntes e de imobilizado e outras entidades. Corresponde ao valor dos capitais alheios ou passivo. O aumento do endividamento significa o aumento do peso da dívida no capital total (equivalente ao activo total). O endividamento pode medir-se com base no valor absoluto da dívida. Mas pode, por sua vez, corresponder, também, ao rácio capital alheio/capital total.

#### 3.2.2.8- Estrutura de investimento

A estrutura de investimento reflecte a política seguida pela empresa no que respeita às opções de investimento em equipamento, património imobiliário, participação em empresas e outras opções e à política de gestão e integra o activo total (ATT), formado pelos agregados denominados activo imobilizado (AI) e activo circulante (AC), constituindo o primeiro membro do balanço. Compreende o investimento em activos imobilizado e financeiro, os débitos de clientes e outros relacionados com a actividade ou outras operações, as aplicações de tesouraria e financeiras de curto prazo e saldos de tesouraria.

Pode medir-se com base no valor absoluto de cada elemento que compõe a estrutura de investimento ou através de relação entre si ou, ainda, medir-se pelo rácio de cada elemento com o total do investimento, identificado este com o activo total (ATT).

#### 3.2.2.9- Desempenho

O desempenho é um conceito que envolve outros, tais como, eficácia, eficiência e produtividade e ao qual estão associadas as noções de padrão e referência. Diz respeito à forma como determinado gestor conduz a organização ou unidade empresarial e desenvolve a sua actividade, aplica os recursos atribuídos ou alcança os objectivos a que se propõe exigindo-se, para isso, critérios ou medidas que permitam proceder à avaliação. *Desempenho aparece definido de uma forma ampla e pode incluir rendibilidades, margens financeiras* (no caso da actividade bancária) *ou medidas de eficiência (custos operativos)* (Landeiro de Vaz, 1996, p. 251)<sup>142</sup>. Correntemente, é identificado com *o grau de concretização dos seus objectivos medidos, nomeadamente, em termos de crescimento, rendibilidade ou sobrevivência* (Roldão, 1998).

O desempenho é principalmente determinado pela quota de mercado, intensidade de investimento, estrutura e organização da empresa e pela equipa de gestão (Norburn, 1986; Wiersema & Bantel, 1992). Woo & Willard (1983) apresentam uma lista de medidas convencionais de desempenho, da qual salientam-se o ROI-*return on investment* (ou RAT-rendibilidade do activo total), ROS-*return on sales* (ou RVV-rendibilidade das vendas), crescimento dos resultados e *cash flow* sustentando que de todos os factores o ROI é o mais utilizado. É um dos mais claros indicadores de viabilidade da estratégia da empresa (Zajac & Kraatz, 1993).

### 3.2.2.10- Resultado económico

O resultado em geral refere-se ao móbil final da acção seja ao nível das atitudes e comportamentos, nomeadamente envolvendo o sistema ou processo, seja ao nível da aplicação de recursos visando, por exemplo, a sua optimização para alcançar determinados fins, seja ao nível da verificação de um estado ou situação.

O resultado económico expressa um objectivo da empresa fruto do desempenho alcançado com a realização da actividade para a qual contribuíram recursos, cuja utilização ou consumo originam custos e derivam correspondentes proveitos. Corresponde ao saldo entre os proveitos económicos derivados directamente da actividade e os respectivos custos. O

<sup>142</sup> Este autor refere que a eficiência 'baseia-se no princípio da maximização do resultado, uma vez que quanto mais eficiente for a empresa no desenvolvimento das suas actividades, menores serão os custos por unidade de «produção» e, portanto, obterá maiores lucros'.

resultado financeiro diz respeito, nomeadamente ao saldo proveniente da aplicação ou utilização de recursos financeiros, derivados ou afectos à actividade, independentemente das fontes de financiamento, desde que daí derive um proveito ou custo.

Os resultados podem medir-se em termos absolutos, caso dos resultados operacionais, resultados líquidos ou outros ou em termos relativos a que corresponde o conceito de rendibilidade, por exemplo, a rendibilidade do activo total, rendibilidade do capital próprio ou rendibilidade das vendas. Os resultados devem ser tomados como objectivo da empresa (Penrose, 1980; Conner, 1991).

São diversas as medidas que se podem escolher para medir resultados dependente dos propósitos. Contudo, há alguns indicadores com aceitação geral, conforme referido por Buzzell & Gale (1987), nomeadamente aqueles tomados como medida financeira, caso das rendibilidades das vendas (RVV), do investimento ou activo total (RAT) e do capital próprio (RCP).

Estes mesmos autores, a título de exemplo, adiantam, no caso particular da medida de intensidade de capital (*id.*, p. 145/148), verificar-se uma *relação negativa poderosa e básica entre a intensidade de capital e a rendibilidade* o que se deve ao facto 1) da intensidade de capital destruir a concorrência; 2) dos grandes investimentos de capital actuarem como barreiras à entrada e à saída; 3) de existirem interesses de gestão; 4) dos negócios de capital intensivo terem efeitos ao nível da rendibilidade, derivado do nível de exigência, provocando correntemente menor eficiência. Por isso, a maximização dos resultados se associar, nomeadamente, com a baixa intensidade do capital fixo.

### 3.2.2.11- Crescimento

O crescimento associa-se ao aumento de volume, dimensão ou valor face a uma medida considerada como referência, podendo não significar desenvolvimento. No caso da empresa a alusão ao crescimento pressupõe, por exemplo, aumento do volume de vendas, aumento do activo total ou aumento do valor acrescentado (Penrose, 1980). Outro indicador largamente utilizado respeita aos resultados operacionais. Em finanças o crescimento está associado, nomeadamente ao aumento dos resultados líquidos e dos resultados por acção. Também,

nestes casos, pode ser medido em termos absolutos ou relativos.

Trata-se de saber o que se entende e como medir o crescimento, que critérios se devem utilizar o que obriga a determinar indicadores representativos. Barton & Gordon (*id.*, p. 626) referem-se ao crescimento das vendas admitindo a sua relação com o aumento da dívida e com o crescimento da empresa. Por sua vez, Titman & Wessels (*id.*, p. 489) referem-se ao crescimento da empresa que associam negativamente ao nível das dívidas a longo prazo e propõem como indicador de medida a relação despesas de capital sobre o imobilizado total. Referem, entretanto, outra medida de crescimento determinada pela relação da investigação e desenvolvimento e volume de vendas. Como se observa, são diversos os indicadores para medir o crescimento dependente dos propósitos em vista.

Admita-se o conceito de crescimento como medida de relação estática reportada, por exemplo, à variação positiva verificada entre dois momentos. Ou, considerar o conceito em sentido alargado, referente à tendência de evolução em período longo, a que corresponde o denominado crescimento sustentado<sup>143</sup>.

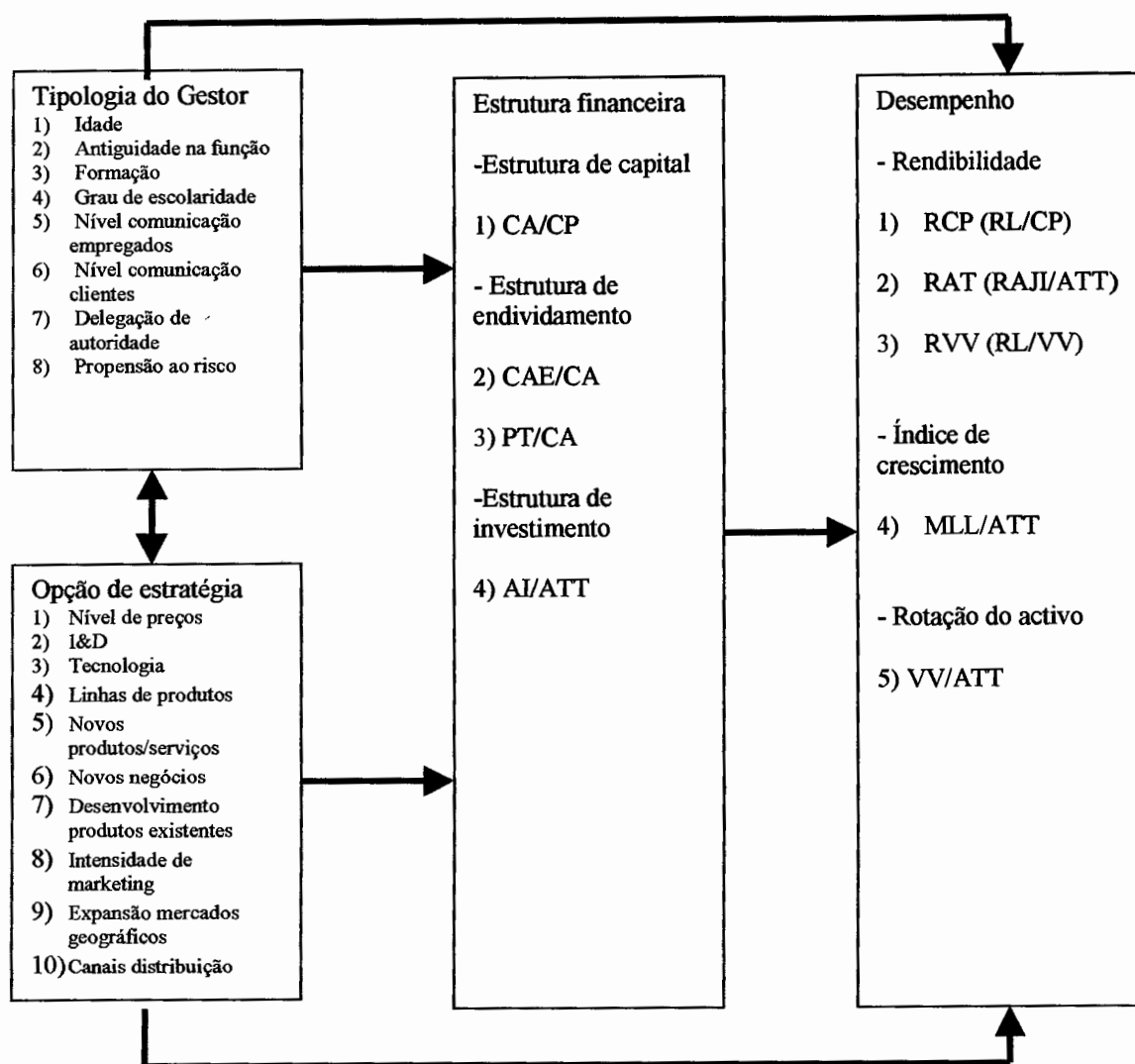
### 3.2.3- O modelo

O modelo de investigação é constituído por quatro grupos de variáveis distintos assumidos como dimensões-chave e que são a tipologia do gestor, a opção de estratégia, a estrutura financeira e o desempenho (Figura 3).

---

<sup>143</sup> Compreende, num período longo, a tendência para se verificar, em média, o crescimento, nomeadamente da actividade, dos resultados ou outro indicador.

Figura 3- Diagrama do modelo de investigação



A tipologia do gestor é constituída pelas seguintes variáveis:

- 1) Idade;
- 2) Antiguidade na função;
- 3) Formação e/ou especialização educacional;
- 4) Grau de escolaridade;
- 5) Nível de comunicação com os empregados;
- 6) Nível de comunicação com os clientes;
- 7) Delegação de autoridade;

8) Propensão ao risco.

A opção de estratégia é constituída pelas seguintes variáveis:

- 1) Nível de preços;
- 2) Investigação e desenvolvimento;
- 3) Tecnologia ou automatização;
- 4) Linha de produtos
- 5) Novos produtos ou serviços;
- 6) Novos negócios;
- 7) Desenvolvimento de produtos existentes;
- 8) Intensidade de marketing;
- 9) Expansão para novos mercados geográficos;
- 10) Canais de distribuição.

A estrutura financeira é constituída pelas seguintes variáveis:

- 1) Relação capital alheio e capital próprio;
- 2) Relação capital alheio estável e capital alheio;
- 3) Relação passivo de tesouraria e capital alheio;
- 4) Relação activo imobilizado líquido e activo total.

O desempenho é constituído pelas seguintes variáveis:

- 1) Rendibilidade do capital próprio;
- 2) Rendibilidade do activo total;
- 3) Rendibilidade das vendas;
- 4) Relação meios libertos líquidos com activo total;
- 5) Relação volume de vendas com activo total.

#### 3.2.4- Selecção das variáveis

Pretende-se verificar a influência do gestor e da estratégia na estrutura financeira e no desempenho da empresa, para o que se recorreu a variáveis de dois tipos: não- métricas e métricas. Para a obtenção das não- métricas empregaram-se para umas variáveis tabelas de 1 a 5 e de 1 a 7 e para outras a escala de Likert variando de 1 a 5, envolvendo as dimensões-



chave da tipologia do gestor e da opção de estratégia. Para a obtenção das variáveis métricas recorreu-se à recolha de dados da contabilidade das empresas, envolvendo as dimensões-chave da estrutura financeira e do desempenho.

As variáveis foram escolhidas com base em estudos empíricos realizados por diversos autores seguidos na revisão da literatura e referidos em cada um dos pontos, consideradas adequadas aos objectivos deste trabalho. Para tratar a tipologia do gestor escolheram-se oito variáveis abrangendo características demográficas (idade e mandato), de comportamento (nível de comunicação com clientes, nível de comunicação com trabalhadores e delegação de autoridade), de especialização (formação e grau de escolaridade) e cognitiva (risco). Para estudar a opção de estratégia escolheram-se dez variáveis referentes a orientações para a inovação (investigação e desenvolvimento, tecnologia e novos produtos), a expansão (desenvolvimento de produtos existentes, intensidade de marketing e mercados geográficos), a diversificação (novos negócios) e a transacção (preço). No caso da estrutura financeira escolheram-se quatro variáveis identificadas com a estrutura de capital (relação entre capital alheio e capital próprio), a estrutura de endividamento (dada pelas relações capital alheio estável sobre capital alheio e passivo de tesouraria sobre capital alheio) e a estrutura de investimento (relação activo imobilizado e activo total). Por último, o desempenho foi avaliado com base em cinco variáveis conotadas com a rendibilidade (rendibilidade do capital próprio, rendibilidade do activo total e rendibilidade das vendas), o índice de crescimento (relação meios libertos líquidos e activo total) e a rotação do activo (relação volume de vendas e activo total).

Almeja-se que o modelo assim estruturado possibilite estudar e compreender aquelas relações averiguando-se, para o efeito, diferentes actividades envolvendo médias empresas portuguesas. Escolheram-se variáveis significativas para compreender as relações de influência e os factores que se destacam visando averiguar a influência dos gestores e da estratégia.

As variáveis são, por isso, aquelas que deverão expressar as relações mais representativas, agrupadas segundo as dimensões-chave enunciadas, pretendendo-se, nomeadamente, avaliar as relações de influência definidas e graus de dependência, a partir dos quais se possam derivar contributos para compreender o desenvolvimento da empresa.

São estas variáveis que se identificam explicando-se, ao mesmo tempo, os critérios de escolha.

#### 3.2.4.1- Tipologia do gestor

Consoante as perspectivas da análise assim variam o número e tipo de qualificações e características do perfil do gestor comprovados através de diferentes estudos realizados por diversos autores (Hambrick et.al., 1993; Zahra & Pearce, 1989; Norburn, 1986; Wiersema & Bantel, 1992). Verifica-se, no entanto, que algumas dessas qualificações são comuns a muitos desses estudos ainda que sejam tratados de forma distinta.

Pretende-se, neste caso, verificar a influência que os gestores têm nas empresas, em particular, no que respeita às opções de estratégia e efeitos sobre a estrutura financeira e sobre o desempenho empresarial, uma vez que investigadores referem que “a organização é um reflexo dos seus gestores de topo (Hambrick & Mason, 1984)”. Escolheram-se as variáveis com base, nomeadamente naquelas utilizadas em diferentes trabalhos de investigação e nos propósitos do estudo.

Wiersema & Bantel (1992) destacam como variáveis relevantes a idade, mandato, educação, especialização técnica, nível de formação, tempo de mandato; Hambrick & Mason (1984) relevam a educação, prática funcional e nível educacional; Boeker (1997) dão importância à idade, formação, nível educacional, mandato, experiência; Miller & Toulouse (1986) relevam da personalidade do gestor a adaptabilidade relacionada com a mudança e o risco, necessidade de realização relacionada com o risco e crescimento e posição de controlo associada com a inovação; Rajogapalan & Datta (1996) evidenciam o mandato, educação, conhecimento funcional e diversidade funcional; Hambrick (1984) destaca o mandato, idade, prática funcional, educação, conhecimento sócio- económico, riqueza financeira e posição accionista.

Admitem-se, portanto, como variáveis para a caracterização do gestor a idade, antiguidade na função, formação e/ou especialização educacional, grau de escolaridade, nível de comunicação com os empregados, nível de comunicação com os clientes, delegação de

autoridade e propensão para o risco.

#### 3.2.4.1.1- Idade

A observação verifica que o comportamento dos indivíduos, em geral, é influenciado pela idade, nomeadamente, seguindo de perto as observações realizadas por Wiersema & Bantel (1992, p. 97), a tomada de decisão, a maior ou menor resistência à mudança, a assunção do risco, a associação ao maior ou menor crescimento da empresa, a confiança nas decisões, as convicções e a experiência, atitudes e crenças.

Trata-se de uma variável demográfica com a maior importância adoptada nos diversos trabalhos de investigação (ex. Hambrick et al., 1993; Zahara & Pearce, 1989; Hambrick, 1989; Norburn, 1986).

Com a idade as expectativas alteram-se devido às experiências vividas e perspectivas de realização. Modela-se, assim, de alguma forma, o entendimento que se tem da própria vida factos que influenciam a tomada de decisão. A grande experiência proporcionando enriquecimento pessoal possibilita encarar diferentes orientações e um determinado entendimento dos factos e a fazer opções com convicção o que de alguma forma poderá constituir maior ou menor resistência à mudança. Torna-se natural que face às responsabilidades na organização e prestígio alcançado, fruto de maior idade, considerado como “propriedade de ter *status* por ser membro de um círculo social de elite, seja económica, militar ou política (D’Aveni, 1990)”, a assunção de decisões de risco seja evitada (Carlson & Karlsson, 1990; Vroom & Pahl, 1971) por implicar maiores mudanças estratégicas.

A baixa idade tem sido associada com o maior crescimento da empresa e com a predisposição para maior risco de endividamento (Child, 1974; Hart & Mellons, 1970). Por sua vez, os gestores mais idosos tendem a ter menos confiança nas suas decisões e falta de convicção para assumir decisões que impliquem grandes alterações estratégicas, referido por Wiersema & Bantel (*id.*, p.97), devido a crenças e valores alicerçados na experiência.

Recolhida como variável contínua, para a sua avaliação consideraram-se cinco escalões

etários: até 35 anos, 36-45 anos, 46-55 anos, 56-65 anos e mais de 66 anos. Esta divisão decorre do facto de estudos realizados considerarem que a maior ou menor idade dos gestores influencia a opção de estratégia seguida (Wiersema & Bantel, 1992).

#### 3.2.4.1.2- Antiguidade na função

Os gestores cimeiros estão na função por períodos de tempo diversos, pelas mais diferentes razões, como, aliás, qualquer outro executivo, situação que certamente varia de empresa para empresa. No caso particular das empresas familiares os gestores cimeiros estão na função, em regra, por períodos longos, normalmente até idade avançada, deixando a função, em geral, por iniciativa pessoal ou por motivos de saúde, situação que levanta dificuldades associadas à questão da descendência.

Reconhece-se que o comportamento, tipo de formação, nível de educação e outros requisitos de caracterização da personalidade do gestor moldam de alguma forma a cultura da organização, tanto mais quanto maior o período de permanência na função. Se esse período é diverso a questão que, neste caso, se coloca é a de saber em que medida diferentes períodos de permanência influenciam ou não o tipo de opção de estratégia seguido e as implicações que acarreta para o desempenho da empresa.

Boeker (1992) e Wiersema & Bantel (1992) referem que mandatos dos gestores de topo mais curtos conduzem a mudanças na estratégia da empresa. Por sua vez, Wiersema & Bantel (1992) indicam ter-se detectado associação negativa entre o mandato do gestor de topo e a propensão organizacional para a inovação (Thomas et al., 1991) ou relação positiva face à mudança estratégica. Outros autores referem que a idade se correlaciona negativamente com a aptidão para integrar nova informação (Tylor, 1975) e a propensão para o risco de endividamento (Vroom & Pohl, 1971).

Este indicador, recolhido como variável contínua, vai ser medido com base na sua repartição em cinco escalões de antiguidade: até 1 ano, 1-3 anos, 3-7 anos, 7-10 anos e mais de 10 anos de antiguidade na função. Estudos realizados indicaram que o tempo dos gestores na função influencia a estrutura financeira e o desempenho.

#### 3.2.4.1.3- Formação e/ou especialização educacional

Diferente formação ou especialização educacional confere outras formas para encarar as organizações e perspectivas de desenvolvimento dos negócios. Wiersema & Bantel (1992), apoiados noutros autores, enunciam que a selecção de um currículo de estudos reflecte o estilo cognitivo e a personalidade do indivíduo (Holland, 1973) e que o tipo e graus académicos dos executivos influenciam as tomadas de decisão (Hitt & Tyler, 1991).

Certas especialidades académicas são mais orientadas para a mudança que outras. Por exemplo, as ciências e a engenharia têm mais a ver com o progresso, a invenção e o desenvolvimento que as artes, o direito e os negócios, neste caso, mais associados com a mudança estratégica (Thomas & Simerly, 1994).

A estratégia do negócio depende do tipo de especialização do gestor e do desempenho da organização (Gupta & Govindarajan, 1984), cita Hambrick (1989, p.9).

Considera-se, então, importante incluir esta variável dada a influência da opção de estratégia depender do entendimento que os gestores têm do negócio e do contexto devendo ser influenciada pelo tipo de especialização obtido ao longo da carreira profissional e, por sua vez, influenciar o tipo de estrutura financeira, devido à propensão para o endividamento, e o desempenho da empresa.

Para avaliação consideraram-se sete categorias de formação: contabilidade/finanças, marketing/vendas, produção/operações, gestão de recursos humanos, ciência/tecnologia/I&D, sistemas de informação/informática e outros. Estudos realizados indicam que o tipo de formação adquirida e/ou especialização educacional preponderantes torna os gestores propensos a opções diversas que influenciam a estrutura financeira e o desempenho.

#### 3.2.4.1.4- Grau de escolaridade

Ser mais ou menos empreendedor e dispor de maior ou menor propensão para o risco certamente dependerá de características cognitivas. Quanto a esta variável a questão coloca-

se noutro campo, o de avaliar em que medida o nível de escolaridade predispõe condições para determinado tipo de opção de estratégia e de estrutura financeira da empresa. Considerou-se importante considerar esta variável tendo em conta outros trabalhos de investigação (Wiersema & Bantel, 1992; Norburn, 1986; Bantel & Jackson, 1989; Zahara & Pearce II, 1989; Hambrick & Mason, 1984).

Parte-se do princípio que um gestor com maior graduação dispõe de diferentes condições de processamento da informação e receptividade à inovação (Guthrie et al., 1991; Thomas et al., 1991; Wiersema & Bantel, 1992) e que, por isso, obtém vantagem por tomar diferentes opções admitindo-se como sendo de maior relevo face a outro gestor com menor grau de escolaridade devido ao facto da tarefa de processamento da informação ser geralmente mais complexa (Daft, et al., 1988) citações referidas por Rajagopalan & Datta (1996, p.202).

Estes autores concluem que o alto nível de educação é provavelmente mais valioso nas actividades industriais caracterizadas por altas taxas de crescimento, instabilidade da procura e maior diferenciação de produtos.

O nível de educação reflecte as aptidões e especialidades do indivíduo uma vez que estão associados com as elevadas aptidões para processar informação e distinguir entre uma diversidade de estímulos (Schroder, Driver & Streufert, 1967), referido por Wiersema & Bantel (1992, p.99). Em conclusão, consideram que os altos níveis de educação tornam clara a maior receptividade perante a necessidade de mudança na estratégia da empresa face à maior propensão para apostar na investigação, em novas tecnologias e no desenvolvimento de novos produtos o que conduz, por outro lado, à maior aptidão para assumir o endividamento.

Para avaliação consideraram-se sete categorias de grau de escolaridade: ensino básico, 1º ciclo liceal ou equivalente, 2º ciclo liceal ou equivalente, bacharelato ou equivalente, licenciatura ou equivalente, pós-graduação e doutoramento. Estudos realizados indicam que o grau de escolaridade influencia as decisões do gestor e por decorrência a estrutura financeira e o desempenho.

#### 3.2.4.1.5- Nível de comunicação com os empregados

Contactar frequentemente com os empregados pode decorrer de necessidades prementes dos gestores e da organização mas pode, por outro lado, ser uma opção derivada do comportamento por o gestor entender relevante tal iniciativa. Trata-se, neste caso, de um estilo ou de uma acentuada preocupação em comunicar com frequência com os trabalhadores. Hambrick et al.(1993, p.417) atribuem relevância à variável *comunicação frequente com os empregados*.

A influência na organização faz-se de diferentes formas, directa ou indirectamente. Perante a observação do comportamento dos gestores, em especial nas PME, o facto de o gestor estabelecer uma relação próxima com os empregados é considerado de importância por influenciar directamente o comportamento, motivando ou desmotivando aqueles, e o modo de funcionamento da empresa com reflexos no desempenho, através, nomeadamente da opção de estratégia.

Para avaliação consideraram-se cinco níveis de comunicação com empregados. Recorreu-se à escala de Likert com escalões variando entre 1 (pouco) e 5 (muito).

#### 3.2.4.1.6- Nível de comunicação com os clientes

Esta variável prende-se com a flexibilidade entendida como *adaptação do comportamento social e pensamento dos indivíduos* (Miller & Toulouse, 1986, p.1390). O estilo de tomada de decisão de alguma forma reflecte essa flexibilidade sendo ao mesmo tempo uma característica de personalidade com implicações na estratégia e na estrutura da empresa.

Ora, o comportamento orientado para o estabelecimento de relações frequentes com os clientes tem certamente importância no desempenho da empresa, nomeadamente tratando-se de PME, na medida em que os clientes distinguem melhor e dão em muitos casos preferência às organizações que se identificam com os seus responsáveis. Daí a importância considerar o nível de comunicação com os clientes pelos reflexos que poderá ter quanto às opções de estratégia, nível de endividamento e desempenho podendo admitir-se como um estilo que se pretende verificar pelos seus efeitos.

Hambrick, Geletkanycz & Fredrickson (1993, p.417) referem a *comunicação frequente com os clientes* no apêndice em que listam as variáveis de comportamento do gestor.

Para avaliação consideraram-se cinco níveis de comunicação com os clientes. Recorreu-se à escala de Likert com escalões variando entre 1 (pouco) e 5 (muito).

#### 3.2.4.1.7- Delegação de autoridade

A necessidade de realização conduz à propensão do gestor para a centralização das decisões ao mesmo tempo que providencia um forte mecanismo de controlo. Por esta razão, refere Miller & Toulouse (1986, p.1390), o gestor pode ter o maior impacte na sua organização tratando-se de pequenas empresas. O gestor deseja obter rápido *feedback* e o controlo deve induzir-lhe poder pela tomada de decisão centralizada e por fazer uso de controlos formais (Miller & Droge, 1986).

Os gestores com elevada necessidade de realização, segundo Miller & Toulouse (1986, p. 1392 e p. 1402), assumem estratégia limitada mas são agressivos no marketing, adoptam perspectiva analítica quanto à tomada de decisão e planeamento a longo prazo mas são avessos ao risco e alcançam êxito em grandes empresas e em contextos estáveis. Aqueles gestores apresentam forte necessidade para controlar o contexto por meios racionais e são mais centralistas. Correlacionam-se negativamente com a delegação de poderes e positivamente com a formalização e especialização, optando por mais controlo.

Na perspectiva de relacionar as condições económicas com o processo de centralização Norburn (1986, p.102) referindo Lawrence & Lorsch (1967), Lorsch & Allan (1973), Negandhi & Reinmann (1976) e Grinyer & Yasai-Ardekani (1981) assinala que a descentralização tem correlação positiva com o ambiente de incerteza e ao invés o processo de centralização com condições de comércio previsíveis.

Poderá, então, considerar-se que a delegação de autoridade, tendo embora a ver com condições de ambiente e particularmente com o tipo de negócio, depende de características de personalidade ou estilo de gestão e implica com o endividamento e desempenho da empresa.



Para avaliação consideraram-se cinco níveis de delegação de autoridade. Recorreu-se à escala de Likert com escalões variando entre 1 (pouco) e 5 (muito).

#### 3.2.4.1.8- Propensão ao risco

Há indivíduos naturalmente propensos a assumir o risco e outros não. Trata-se de característica de personalidade influenciada por factores diversos, como sejam a idade, formação, nível educacional e convicções. O risco pode ser de diferente tipo interessando considerar, em especial, o risco económico e o risco financeiro associado ao endividamento.

Wiersema & Bantel (1992, p.93) referem que a propensão para o risco é importante porque a mudança de estratégia envolve riscos e uma vez estabelecida a forma de conduzir o negócio pode este ser abandonado dada a confiança na nova direcção estratégica. Considera que a baixa idade é associada com o forte crescimento da empresa, volatilidade das vendas e com os ganhos uma vez que os gestores mais idosos tendem a ser menos confiantes nas suas decisões. Neste mesmo sentido tem-se pronunciado Fernandes Ferreira, em diferentes momentos, alertando para perigos derivados das tensões provocadas por falta de experiência, natural em empreendedores jovens.

Sendo, assim, a propensão para o risco do gestor influenciará certamente a opção de estratégia e a estrutura financeira, nomeadamente, a estrutura de endividamento por força das opções de investimento decorrentes do impulso de crescimento da actividade. Torna-se importante, então, verificar o tipo de correlação estabelecida por esta variável em cada uma das empresas analisadas.

Para avaliação consideraram-se cinco níveis para a propensão ao risco em cenários de oportunidade de promover forte crescimento da actividade ou de assegurar estabilidade e garantir rendibilidade mantendo o nível de actividade. Recorreu-se à escala de Likert com escalões variando entre 1 (manter nível de actividade) e 5 (apostar no forte crescimento).

#### 3.2.4.2- Estratégia

Diferentes autores consoante a perspectiva e orientação que conferem às suas investigações e por motivo da interpretação que realizam sobre o comportamento das organizações, em especial, das unidades empresariais, introduzem especificidades na análise visando compreender e avaliar, tanto quanto possível, os resultados e o crescimento das organizações.

Uma coisa é certa, as empresas confrontam-se com o facto de ser cada vez mais difícil tomar decisões e assegurar, mesmo a curto prazo, condições de sustentabilidade para as actividades face à concorrência e às alterações de comportamento e crescente exigência dos clientes ou consumidores a par do facto da necessidade de racionalização dos recursos e processos produtivos. Neste quadro a estratégia seguida para a realização dos negócios procurando a adequação das capacidades e aptidões da organização às pretensões do mercado exigem o recurso a capacidades de percepção e leitura dos fenómenos e à tomada de decisão, em cada momento, consequente aos objectivos a alcançar.

Dos diferentes autores que têm desenvolvido trabalhos nestas áreas visando explicitar conceitos, caracterizar e sustentar opções de estratégia salientam-se, nomeadamente, Datta *et al.*, 1991; Porter, 1985; Hill, 1988; Buzzell & Gale, 1987; Williamson, 1975; Hambrick *et al.*, 1993; Rumelt *et al.*, 1995; Hamel & Prahalad, 1993; Stalk *et al.*, 1992.

Consideram-se relevantes, neste caso, os atributos política de preço, investigação e desenvolvimento, tecnologia ou automatização, novos produtos ou serviços, novos negócios, desenvolvimento de produtos existentes, intensidade de marketing, e expansão para novos mercados geográficos.

#### 3.2.4.2.1- Política de preço

O preço é variável que pode alterar-se em cada momento. Contudo, na prática reconhece-se enorme dificuldade em proceder a modificações dados os efeitos e consequências no mercado (junto dos clientes) e na empresa por implicar com os resultados. Por isso, a gestão do preço, segundo Marn & Rosiello (1992, p. 84/85)<sup>144</sup>, deverá levar em conta o

<sup>144</sup> Estes autores referem-se à importância do *leverage* exemplificando para uma média económica que se determinada empresa melhorar 1% da unidade de volume pode representar um rendimento de 3,3% nos resultados operacionais mantendo o preço constante. Mas o aumento de 1% no preço de venda aumenta os

fornecimento da indústria e a procura, a estratégia de mercado do produto e as transacções uma vez que *a mais rápida e efectiva forma para a empresa realizar o resultado máximo é conseguir fixar o seu preço certo*. Argumentam que *as questões do preço raramente são simples e isoladas sendo, usualmente, diversas, intrincadas ligando-se a muitos aspectos do negócio*.

Jacobson (1992, p. 786) coloca em relevo *o papel do empresário no aproveitamento de oportunidades que decorrem do facto dos resultados existirem só num mundo de incertezas e desequilíbrios cujo preço das mercadorias representa o consenso de opiniões do seu valor presente num mercado eficiente*<sup>145</sup>.

Depreende-se, portanto, necessário uma opção quanto ao valor a fixar para o preço que pode determinar-se tendo em conta a estratégia da empresa face aos objectivos a alcançar para os resultados e as oportunidades de mercado. Ou seja, o preço pode ser superior ou inferior em relação ao fixado pelos concorrentes ou, simplesmente, pode fixar-se em função da percepção dos clientes da empresa.

Trata-se de saber, em termos de política de empresa, que opção tomar em relação ao preço a praticar em consonância com o mercado, clientes e concorrentes, ou em função da estrutura de custos da organização com implicações no desempenho, nomeadamente por via dos resultados e na estrutura financeira conforme a opção de endividamento seguida.

Para avaliação consideraram-se cinco níveis para a política de preços seguida para a generalidade dos produtos que mais contribuem para o volume de vendas em relação aos produtos concorrentes. Recorreu-se à escala de Likert com escalões variando entre 1 (baixo) e 5 (alto).

#### 3.2.4.2.2- Investigação e desenvolvimento (I&D)

---

resultados operacionais em 11,1%, mantendo constante o volume de negócios. Resultou de estudo realizado a 2463 empresas.

<sup>145</sup> Neste mercado eficiente Barney (1986), citado por Jacobson (1992, p. 786), notou que 'quando as empresas que procuram controlar os recursos para implementar uma estratégia e as empresas que correntemente controlam esses recursos têm expectativas exactas quanto ao seu valor futuro, então o preço pago pelos recursos aproxima-se do seu valor, logo que seja implementado'.

O facto de a empresa desenvolver investigação própria é um factor estratégico da maior importância no sentido de obter vantagem competitiva. Isto, porque face à crescente competição no campo dos produtos a oferecer para o mercado a diferença obtém-se apostando na inovação o que obriga a enorme esforço em investigação, desde logo, dispondo de condições técnicas, processos e de pessoal especializado.

El-Namaki (1990, p. 82) refere que *muito poucas pequenas e médias empresas desenvolvem novos produtos ou processos resultantes da sua própria iniciativa de investigação e desenvolvimento* admitindo como principais obstáculos o tempo e a falta de capacidade financeira. Consoante a perspectiva da empresa assim o dispêndio financeiro é considerado um custo ou um investimento cujos resultados, em regra, só se obtêm a prazo.

Uma vez que a investigação decorre de uma opção tomada com efeitos prolongados e com resultados incertos deverá admitir-se como investimento cujo *gasto reporta a uma percentagem das vendas* (Erickson, 1993, p. 13).

Tratando-se de empresas industriais que concorrem em mercados diversos e muito competitivos a aposta na investigação e desenvolvimento de novos produtos e processos tem importância devido ao esforço financeiro para suportar o investimento, podendo implicar com o endividamento, e pelo facto da empresa assumir aquela opção estratégica com efeitos do desempenho<sup>146</sup>.

Para avaliação consideraram-se cinco níveis para o investimento em investigação e desenvolvimento de novos produtos tendo em conta o potencial e necessidades da empresa face aos principais concorrentes. Recorreu-se à escala de Likert com escalões variando entre 1 (baixo) e 5 (alto).

#### 3.2.4.2.3- Tecnologia ou automatização

Hoje em dia qualquer empresa industrial tem necessidade de atender à evolução da tecnologia na medida em que influi no tipo, característica e custo de fabrico de produtos por forma a assegurar as condições de competitividade.

Esta realidade coloca novos e importantes desafios às empresas quanto ao volume de recursos financeiros que necessita dispor. Por outro lado, obriga a planear os investimentos no quadro de um plano de tecnologia estratégico como parte *do plano de negócios estratégico da empresa* (Erickson, *id.*, p. 13) o qual fornece o veículo para debater a orientação estratégica.

*Enquanto muitas empresas se concentram em aplicar nova tecnologia para novos produtos ou processos de fabrico, os gestores estratégicos deverão descobrir como usar nova tecnologia para criar ligações inovadoras com outras empresas e com o mercado de produtos*, refere Sanchez (1996, p. 122). Deverá ter-se em atenção, portanto, as interacções da tecnologia com o mercado e a organização de processos de criação de produtos.

O nível de tecnologia<sup>147</sup> utilizado e o grau de automatização são indicadores que possibilitam às empresas obter vantagens competitivas e, desta forma, assegurar elevado desempenho sendo, por isso, uma opção de estratégia, razões porque se escolheu esta variável

Para avaliação consideraram-se cinco níveis de tecnologia de produção atendendo aos concorrentes e ao sector de actividade. Recorreu-se à escala de Likert com escalões variando entre 1 (baixo nível) e 5 (alto nível).

#### 3.2.4.2.4- Linha de produtos

A empresa pode dispor de um ou diferentes produtos ou de linhas de produtos o que distingue a opção de estratégia com implicações no posicionamento de mercado e nível de desempenho. Trata-se de maior ou menor diversificação ao nível do processo de fabrico, tipo de produtos e forma como se distinguem.

Teece (1982)<sup>148</sup> desenvolve a teoria da empresa multi-produto considerando relevante *explicar porque se diversificam as empresas em linhas de produtos relacionadas ou*

---

<sup>146</sup> A intensidade da investigação e desenvolvimento está negativamente relacionada com o endividamento (Balakrishnan & Fox, 1993).

<sup>147</sup> El-Namaki (1990, p. 80) refere que 'o forte papel do planeamento sistemático e da previsão tecnológica para o desenvolvimento de produtos bem como a integração do controlo de qualidade na indústria podem ter significado crítico para o êxito ou fracasso'.

*independentes em vez de reinvestirem em linhas de negócio tradicionais ou transferir activos directamente para os accionistas.* Argumenta que as economias de expansão explicam a produção conjunta em linhas de produto e que *Marris (1966) reconhece que as empresas são usualmente multi-produto e que a diversificação em novos produtos é o principal engenho para o crescimento da empresa.* As economias de especialização são referenciadas como forma de otimizar capacidades.

Buzzell & Gale (1987, p. 21) enunciam que a política de produtos/serviços e a política de preços são *algumas das maiores dimensões da estratégia de negócios* e que o grau de estandardização do produto/serviço influencia o desempenho.

Para avaliação consideraram-se cinco níveis para os produtos ou linha de produtos. Recorreu-se à escala de Likert com escalões variando entre 1 (um(a)) e 5 (muitos).

#### 3.2.4.2.5- Novos produtos ou serviços

Há empresas que por uma ou outra razão mantêm o seu negócio ao redor de um núcleo central de produtos procedendo a ajustamentos técnicos e alguma adequação aproveitando inovações de tecnologia apostando, sobretudo, em assegurar o seu posicionamento. A questão coloca-se quando as condições de mercado se alteram significativamente.

Outras empresas há que apostam em estratégias de substituição ou de inovação acrescentando outros diferentes à sua carteira de produtos. Num ou noutro caso, verificam-se certamente implicações na estrutura do capital da empresa e no desempenho que de alguma forma é relevante verificar.

Hutchinson (1992, p. 17) refere que *muitas organizações deverão ter o seu processo de lançamento de novos produtos e serviços estabelecido pronto a ser usado.* Contudo, deverão estar atentos e adoptar conceitos e utilizar ferramentas adequadas. Hoskisson & Hitt (1990, p. 462) argumentam que as maiores empresas apostam em multi-produtos por força de incentivos externos decorrentes da imperfeição de mercado, como sejam, a existência de leis de regulação, os impostos, os custos de transacção.

---

<sup>148</sup> David Teece (1982), Toward an Economic Theory of the Multiproduct Firm, Journal of Economic Behavior

Diferentes condições competitivas exigem diferentes estratégias. Sanchez (*id.*, p. 121)<sup>149</sup> referindo-se a um novo conceito de produto modular considera que *conceitos estratégicos básicos e estratégias de produto derivado são comparados com os mercados de produto dinâmico, envolvente e estável. Conceitos de modulação ao nível de produtos e de organizações são discutidos como fórmula a adoptar conduzindo a novos tipos de estratégia de produto agora emergente num mercado dinâmico.*

Para avaliação consideraram-se cinco níveis de novos produtos ou serviços tendo em conta a actividade principal. Recorreu-se à escala de Likert com escalões variando entre 1 (pouco) e 5 (muito).

#### 3.2.4.2.6- Novos negócios

Um dos modos de diversificação da empresa passa pelo desenvolvimento interno *explorando os recursos internos como base para estabelecer um novo negócio para a empresa e envolve questões relacionadas com a gestão da inovação*, refere Datta *et al.*, (1991, p. 532)<sup>150</sup>.

Um novo negócio<sup>151</sup>, em regra, exige criar na empresa uma *unidade estratégica de negócio* (Buzzell & Gale, 1987). Surge como opção de estratégia para aproveitar oportunidades surgidas no mercado ou como alternativa ao facto da empresa operar numa actividade madura e em decréscimo onde as margens são limitadas e, por decorrência, se verifica acréscimo acentuado de concorrência. Dess *et al.* (1995, p. 385) referem que *é ao nível do negócio que a concorrência entre rivais tem lugar* o que exige uma opção de estratégia visando assegurar vantagem competitiva. Trata-se de desenvolver nova actividade aproveitando as estruturas e organização existentes (scope) ou criando novas. A política de produtos/serviços e a política de preços são *algumas das maiores dimensões da estratégia de*

---

and Organization, n.º 3, p. 39.

<sup>149</sup> O seu ponto de vista assume que 'os clientes se tornam mais sofisticados nas suas preferências por produtos, pelo que algumas empresas estão a usar aptidões superiores para criar novos produtos para novos segmentos de mercados, utilizando formas mais agressivas para oferecer maior número de produtos, diferenciados e melhorados'.

<sup>150</sup> São modos de diversificação, além do desenvolvimento interno, as fusões e aquisições.

<sup>151</sup> Entendido na perspectiva da reformulação dos negócios visando melhorar o desempenho e consequentemente o nível da dívida. Bethel & Liebeskind (1993, p. 17) referem que 'as empresas devem acabar com linhas de negócio não rentáveis e desenvolver ou adquirir outros negócios mais rentáveis'.

*negócios* e o grau de standardização do produto/serviço influencia o desempenho (Buzzell & Gale, 1987, p. 21).

Por estes factos, entendeu-se com interesse escolher esta variável para verificar a influência na estrutura do capital e no desempenho.

Consideraram-se cinco níveis de novos negócios tendo em conta uma possível política de diversificação de actividades. Recorreu-se à escala de Likert com escalões variando entre 1 (pouco) e 5 (muito).

#### 3.2.4.2.7- Desenvolvimento de produtos existentes

Uma coisa é optar por desenvolver novos produtos ou serviços, outra diferente é alterar ou modificar os produtos existentes. As implicações na estrutura da empresa são diferentes tanto ao nível do montante e tipo de investimentos como ao nível da estrutura e organização da empresa certamente com implicações na estrutura do capital e opções quanto ao tipo de financiamentos requeridos.

Escolheu-se este indicador como alternativa visando conhecer o tipo de opção de estratégia seguida pela empresa.

Para avaliação consideraram-se cinco níveis de desenvolvimento de produtos existentes visando aproveitar as potencialidades. Recorreu-se à escala de Likert com escalões variando entre 1 (pouco) e 5 (muito).

#### 3.2.4.2.8- Intensidade de marketing

A concorrência acarreta para qualquer empresa desafios que conduzem a tomar opções, por vezes de grande importância, nomeadamente, modificar os produtos existentes ou criar novos, realizar investimentos de diversificação dos negócios, alterar o posicionamento no mercado, etc.. Acções deste tipo obrigam a utilizar as acções do *marketing* como política da empresa visando assegurar as condições de êxito o que leva à realização de despesas de montantes significativos para a empresa, afectando a sua estrutura de custos.



A relevância é, naturalmente, diferente de empresa para empresa. Por exemplo, como referem Balakrishnan & Fox (1993, p. 12) *os nomes de marcas são como mercadorias duráveis que exigem um alto nível de despesas de manutenção e, portanto, mais elevados níveis de publicidade devem ser vistos como um sinal que a empresa entende emitir para o mercado*. Daí que a intensidade de *marketing* implique que *as empresas que gastam mais com activos intangíveis, caso do prestígio, podem endividar-se mais*.

Jacobson (1992, p. 797) observa existir *correlação negativa entre a rendibilidade do investimento e a intensidade do marketing, reportando-se a estudos baseados no PIMS, desenvolvidos por Buzzell & Gale (1987)*. Mahoney & Pandian (1992, p. 367) expressam o ponto de vista de que as despesas de publicidade possibilitam reforçar a importância do activo intangível da empresa como é a marca e o prestígio.

Reputa-se, portanto, de interesse escolher a medida de intensidade do marketing como variável a verificar nos seus efeitos e com influência na estrutura financeira da empresa e no desempenho.

Para avaliação consideraram-se cinco níveis de despesas de marketing para assegurar o volume de negócios ou promover a sua expansão. Recorreu-se à escala de Likert com escalões variando entre 1 (pouco) e 5 (muito).

#### 3.2.4.2.9- Expansão para novos mercados geográficos

No quadro de uma política de diversificação surge naturalmente a expansão para novos mercados geográficos como uma opção de estratégia da maior importância e impacte quanto aos investimentos a realizar e recursos financeiros a mobilizar como quanto aos efeitos no desempenho da empresa.

A expansão para novos mercados representa um enorme desafio para a organização com consequências na estrutura financeira. Torna-se, por isso, importante verificar se a empresa expandiu para novos mercados e avaliar o impacte na organização. A opção estará certamente influenciada pelo comportamento dos gestores e pelo sector de actividade e tipo

de actividade.

Compreende-se, então, porque estudar o impacte desta variável poderá permitir retirar ilações de valia quanto ao efeito das opções e relações existentes entre a estrutura do capital e o desenvolvimento da empresa.

Para avaliação consideraram-se cinco níveis de expansão para novos mercados geográficos para assegurar o crescimento. Recorreu-se à escala de Likert com escalões variando entre 1 (pouco) e 5 (muito).

#### 3.2.4.2.10- Canais de distribuição

Esta variável depende, sobretudo, do tipo de actividade desenvolvida pela empresa o que poderá não aproveitar a todas as empresas em análise. Contudo, optou-se pela sua escolha dado que nos casos em que se utilizem canais de distribuição estes certamente têm sérios efeitos ao nível do tipo de organização e estrutura financeira e, nomeadamente, no desempenho.

#### 3.2.4.3- Estrutura financeira

A estrutura financeira dizendo respeito a toda a empresa leva a considerar variáveis representativas da estrutura de capital, a relação capital alheio e capital próprio (CA/CP), da estrutura de endividamento, as relações capital alheio estável e capital alheio (CAE/CA) e passivo de tesouraria e capital alheio (PT/CA) e da estrutura de investimento, a relação activo imobilizado líquido e activo total (AI/ATT). Desta forma, seguindo as propostas de parte significativa dos autores, abarcaram-se os principais indicadores de análise da estrutura financeira.

##### 3.2.4.3.1- Relação capital alheio com capital próprio

Esta relação expressa o essencial do que diferentes autores (Harris & Raviv, 1991, Myers, 1984, Opler & Titman, 1997, Francis & Leachman, 1994) consideram identificar a estrutura



de capital, por distinguir e relacionar com clareza o capital próprio e o passivo da empresa.

No capital alheio (CA) consideram-se as rubricas identificadas por capital alheio estável (CAE), correspondente aos empréstimos a médio e longo prazo qualquer que seja o seu tipo ou outras operações com carácter estável para a empresa e o passivo circulante (PC) que integra créditos concedidos e relacionados com a actividade e o passivo de tesouraria (PT) compreendendo os empréstimos de curto prazo obtidos qualquer que seja a fonte para apoio à actividade.

O capital próprio (CP) integra as diferentes rubricas do capital social (CS) representativo do capital pertencente aos sócios ou accionistas, resultados transitados e líquidos e os diferentes tipos de reservas.

#### 3.2.4.3.2- Relação capital alheio estável com capital alheio

Não é certamente indiferente se a empresa recorre ao endividamento a médio e longo prazos ou a curto prazo. Trata-se de opção relevante, tanto mais porque as operações contratadas podem obedecer a compromissos especiais, nomeadamente, direitos de opção ou de preferência concedidos a obrigacionistas ou outros credores com influência, por exemplo, na estrutura accionista o que não se analisa especialmente.

Por outro lado, este tipo de financiamento pode derivar de decisão estratégica tomada para realizar investimento ou aproveitar alguma oportunidade de investimento surgida por os sócios ou accionistas não disporem de capital, da propensão para o risco dos gestores da empresa, ou qualquer outra razão. Daí, considerar-se com interesse estabelecer a relação capital alheio estável (CAE) e capital alheio (CA) para verificar a sua influência.

#### 3.2.4.3.3- Relação passivo de tesouraria com capital alheio

Noutro sentido, a empresa pode optar por se financiar a curto prazo pelas razões mais diversas. Muitas vezes, por opções despropositadas realizando investimentos com recurso a este tipo de operação de maior risco. Outras, para ocorrer a situações pontuais e apoiar o negócio, em ambos os casos podendo influenciar a estrutura de capital e os resultados da

empresa.

Por ser vulgar o recurso aos empréstimos a curto prazo e muitas vezes representarem montantes relevantes, entendeu-se importante escolher uma variável que expressasse este tipo de endividamento optando-se pela relação passivo de tesouraria (PT) identificado com empréstimos de curto prazo, normalmente obtidos de entidades financeiras ou outras para apoio à tesouraria, e capital alheio (CA).

#### 3.2.4.3.4- Relação activo imobilizado líquido com activo total

O montante do investimento em activos imobilizados está, em geral, associado ao crescimento da actividade. A necessidade em realizar investimentos obriga a escolher a fonte de financiamento. Está, portanto, em questão verificar em que medida o investimento implica com o volume e tipo do financiamento que o mesmo é dizer com a estrutura de capital e desempenho empresarial perspectivas assumidas como base, nomeadamente por Allen (1993), Maksimovic & Zchner (1991), Barton & Gordon (1988), Myers (1984) e Rumelt (1974).

Reconhece-se, por outro lado, que exige opções quanto a fontes de financiamento, daí a necessidade em estabelecer um indicador que seja significativo e que permita avaliar os seus efeitos. Diferentes autores (Balakrishnan & Fox, 1993; Titman & Wessels, 1988) com pequenas variantes defendem a relação activo imobilizado líquido (AI) e activo total (ATT). Por exemplo, Barton & Gordon (1988, p. 626) escolhem este indicador como medida de intensidade de capital.

O activo imobilizado líquido integra o imobilizado corpóreo, incorpóreo e o investimento financeiro.

#### 3.2.4.4- Desempenho

A actividade de qualquer organização, em particular da empresa, necessita ser avaliada visando assegurar, nomeadamente a optimização dos recursos, a melhoria da produtividade e a viabilização de decisões de crescimento e expansão. Para isso, torna-se indispensável

realizar a opção de estratégia mais adequada e mobilizar capacidades garantindo, para isso, o empenho dos gestores e a adequação da estrutura financeira conforme aos investimentos e interesses em presença. Na perspectiva deste trabalho de investigação escolheram-se como indicadores de medida do desempenho a rendibilidade do capital próprio (RCP), a rendibilidade do activo total (RAT), a rendibilidade das vendas (RVV) a relação meios libertos líquidos e activo total (MLL/ATT) e a relação volume de vendas e activo total (VV/ATT).

Os indicadores de rendibilidade foram seleccionados por serem aqueles que melhor expressam, em geral, os resultados das organizações, envolvendo o capital próprio, o activo total e o volume de actividade, o que justifica a sua utilização em grande parte dos estudos elaborados (Woo & Willard, 1983; Delios & Beamish, 1999; Chaganti & Damanpour, 1991) fruto de opções de estratégia e de estrutura, bem como deverão reflectir a influência das características dos gestores.

Seguindo Balakrishnan & Fox (1993), Titman & Wessels (1988) e Chakravarty (1986), Joy & Tellepson (1975), Altman (1968), entre outros, escolheram-se os indicadores índice de crescimento (MLL/ATT) e rotação do activo (VV/ATT) para verificar, em especial, o efeito económico das decisões de estratégia, bem como as implicações de outras variáveis relativas aos gestores e à estrutura financeira.

#### 3.2.4.4.1- Rendibilidade do capital próprio

Esta variável possibilita saber em que medida o investimento realizado pelos sócios ou accionistas é rendível face a alternativas de investimento, uma vez que, salvo interesses diversos associados à empresa os investidores pretendem, sobretudo, retirar vantagem das aplicações de capital. A rendibilidade do capital é ‘uma medida de eficiência que pretende avaliar a forma como os investimentos dos accionistas são geridos’, refere Chaganti & Damanpour (*id.*, p. 484).

Determina-se pela relação entre o resultado líquido (RL) e o capital próprio (CP).

#### 3.2.4.4.2- Rendibilidade do activo total

Integrando a empresa investimentos de diverso tipo em activo immobilizado (corpóreo, incorpóreo e financeiro) e em activo circulante (existências, clientes, outros devedores e caixa e bancos) uma questão essencial a colocar refere-se à necessidade em conhecer o nível de rendibilidade do activo total realizado<sup>152</sup>.

A medida de rendibilidade do activo total possibilita avaliar se estão ou não a ser obtidos resultados que possibilitem o desenvolvimento da empresa. O trabalho de Buzzell & Gale, por exemplo, assenta em grande medida neste indicador a par da rendibilidade das vendas. Referem estes autores (*id.*, p. 24) que na linha comum da prática de gestão usam duas medidas de rendibilidade: a rendibilidade das vendas (RVV) e a rendibilidade do investimento (RAT)<sup>153</sup>. Barton & Gordon (*id.*, p. 625) referem-se à medida específica usada da *média do ROA-return on assets no período em estudo*, recorrendo aos resultados antes de encargos financeiros e impostos<sup>154</sup>. Neste sentido, referem Titman & Wessels (*id.*, p.492) *usa-se o rácio de resultado operacional sobre o activo total como indicador de rendibilidade sendo o montante de resultados disponível a reter um importante determinante da estrutura do capital corrente*.

A rendibilidade do investimento ou do activo total (RAT) determina-se, neste estudo, pela relação entre o resultado antes juros e impostos (RAJI)<sup>155</sup> e o activo total (ATT).

#### 3.2.4.4.3- Rendibilidade das vendas

Os resultados apurados são o indicador de base económica essencial para qualquer análise realizada na empresa que envolva a rendibilidade. Daí a necessidade, desde logo, de avaliar a rendibilidade das vendas razão primeira que justifica a existência da empresa numa economia de mercado o que leva diferentes investigadores a considerar este indicador nas suas análises (Titman & Wessels, 1988; Buzzel & Gale, 1987).

<sup>152</sup> Os acréscimos e diferimentos são colocados na rubrica a que corresponderem consoante o seu tipo, de acordo com a técnica de análise.

<sup>153</sup> Buzzell & Gale (*op. cit.*) referem-se ao ROS- *return on sales* e ROI- *return on investment*. Acrescentam que consideram ser o ROI- *return on investment* superior ao ROS como medida da performance do negócio porque 'relaciona os resultados com os recursos utilizados para os alcançar'.

<sup>154</sup> A medida referida é aproximada e por simplificação citando '*earnings before debt charges and the tax-reducing effects of debt charges*'.

<sup>155</sup> O resultado antes juros e impostos (RAJI) é diferente de resultado operacional. Aquele integra, nomeadamente os resultados extraordinários.

A rendibilidade líquida das vendas (RVV) é determinada pela relação entre o resultado líquido (RL) e o volume de vendas (VV).

#### 3.2.4.4.4- Relação meios libertos líquidos com activo total

O crescimento da empresa depende da capacidade para segregar meios financeiros no período em apreço e da forma como depois são aplicados criando aptidões, favorecendo o acesso a recursos ou realizando investimentos que facilitem a actividade. Trata-se de orientar os recursos disponíveis para aproveitar as oportunidades de crescimento. A forma de medida do crescimento adapta-se consoante o objectivo. Balakrishnan & Fox (*id.*, p. 9) referem-se ao fluxo de caixa operacional, como indicador proposto por Long & Malitz (1985), e avançam com a relação despesas de capital sobre resultados antes de juros, amortizações e impostos enquanto Titman & Wessels (*id.*, p. 490) apresentam a relação despesas de capital sobre activo total.

O indicador escolhido calcula-se pela relação entre os meios libertos líquidos (MLL), determinado pela adição dos resultados líquidos com as amortizações e provisões do exercício, sobre o activo total (ATT).

#### 3.2.4.4.5- Relação volume de vendas e activo total

A empresa muitas vezes avalia-se tendo em conta o valor dos seus activos totais (ATT) que, em regra, são constituídos tendo em vista dispor de condições para a realização da actividade. Verifica-se esta relação observando empresas de diferentes sectores industrial ou de comércio cuja constituição do activo, volume e composição é diversa. É, portanto, natural estabelecer a relação do volume de actividade com aquele indicador em busca do que se denomina a rotação do activo.

Escolheu-se, portanto, a relação volume de venda (VV) sobre o activo total (ATT).

## CAPÍTULO 4- MÉTODO DE PESQUISA

### 4.1- Introdução

Começa-se por referir a selecção da amostra, as razões da escolha e respectivos critérios, e a sua composição. De seguida apresentam-se o questionário e instruções de preenchimento utilizados como instrumento de suporte e dá-se nota das iniciativas tomadas.

Referem-se, então, as técnicas estatísticas utilizadas tendo em conta estar-se perante grupos de variáveis métricas e não-métricas. No seguimento explicam-se os testes da amostra realizados, atendendo a cada uma das técnicas.

Por fim, caracteriza-se a amostra global seguindo cada uma das dimensões-chave e por cada um dos quatro sectores de actividade.

### 4.2- Selecção da amostra

A escolha da amostra decorre dos propósitos do trabalho de investigação, considerando-se, desde logo, de grande importância as características da actividade e a dimensão das empresas, na medida em que se pretende, no essencial, verificar de que forma as dimensões-chave da tipologia do gestor e opção de estratégia afectam a estrutura financeira e o desempenho.

Em reforço desta posição, Santos (1989, p.23)<sup>156</sup> refere, em conclusão do trabalho de investigação sobre a estrutura financeira da empresa em Portugal, que *a dimensão das empresas componentes de um sector/dimensão é muito importante* para a caracterização dessa estrutura, argumentando, noutro passo (*id.*, p.25), que *a cada actividade específica*

---

<sup>156</sup> Este autor desenvolveu trabalho de investigação fixando como objectivo 'apresentar os diversos tipos de estrutura financeira a distintos níveis de agregação- sectorial e contabilístico-tendo em conta a dimensão das empresas integrantes'. Para isso, estudou as empresas por sector de actividade, segundo a classificação das actividades económicas, agrupando-as em sete dimensões, com referência ao volume de vendas (em contos), reportado ao ano de 1987, a saber: dimensão 1 empresas com volume de vendas entre 100 000 e 249 999,9 contos e sucessivamente, dimensão 2 entre 250 000 e 499 999,9 contos, dimensão 3 entre 500 000 e 999 999,9 contos, dimensão 4 entre 1 000 000 e 2 499 999,9 contos, dimensão 5 entre 2 500 000 e 4 999 999,9 contos, dimensão 6 entre 5 000 000 e 9 999 999,9 contos e superior a 9 999 999,9 contos.



*corresponde uma estrutura financeira típica, estrutura essa que resulta não só das condições de funcionamento interno de cada unidade económica, como ainda dos condicionalismos inerentes aos diversos mercados em que opera...e duma série de constrangimentos relacionados com o meio envolvente e o contexto jurídico e macroeconómico em que se movimenta.*

Colocaram-se, então, diversas hipóteses, nomeadamente envolvendo o volume e tipo de actividade, a organização de base industrial ou comercial, o número de trabalhadores, o volume do capital próprio ou social, a implantação geográfica, a nacionalidade e outras.

Havia, no entanto, outras questões, ainda, a colocar às quais deveria dar-se resposta com o máximo de clareza e objectividade.

A amostra deverá envolver as empresas em geral ou restringir-se a distintos sectores de actividade? Consoante a opção qual, então, a dimensão da amostra? Sendo cada empresa diferente dispondo de estrutura e organização própria, política de gestão, diferente modo de perceber o negócio, diversa opção de estratégia, etc., deverá ou não tratar-se cada empresa como caso específico ou analisar um grupo ou diferentes grupos de empresas constituindo-se amostras amplas e significativas para, num ou noutro sentido, verificar as relações entre variáveis utilizando as técnicas adequadas? No caso de opção pelo estudo de caso, que empresas escolher, de que sectores de actividade e quantas estudar? Optando por investigar as empresas agrupadas por sector de actividade quais escolher? Foram estas e outras as questões às quais houve que responder por forma a determinar a dimensão e requisitos da amostra.

Optou-se por estudar as empresas agrupadas por sector de actividade com base em amostra recolhida do universo das empresas portuguesas. A selecção foi no sentido das pequenas e médias empresas (PME)<sup>157</sup>, de quatro sectores de actividade, o mais distintos possível,

157 O IAPMEI adopta a chamada definição nacional que refere «É classificada como Pequena e Média Empresa (PME) a que preencha cumulativamente os seguintes requisitos: a) Empregue até 500 trabalhadores (ou 600 no caso de trabalho em turnos regulares); b) Não ultrapasse os 2 400 000 contos de vendas anuais; c) Não possua nem seja possuída em mais de 50% por outra empresa ou, desde que tomadas em conjunto, não sejam ultrapassados os limites de trabalhadores e vendas anuais atrás referidos». Há, contudo, uma recomendação da Comissão 96/2807CE, de 3 de Abril de 1996, a chamada definição comunitária que refere «Entende-se por Pequenas e Médias Empresas (PME), as que: a) Têm menos de 250 trabalhadores; b) Apresentam um volume de negócios anual que não exceda 40 milhões de Euros ou um balanço total anual que não exceda 27 milhões de Euros; c) Cumprem o critério de independência definido do seguinte modo: não são

organizações de base accionista nacional, com actividade marcadamente industrial e localizadas preferencialmente no espaço do continente nacional.

Foram tidas em conta naturais limitações referentes, nomeadamente à dimensão do universo das médias empresas portuguesas<sup>158</sup>, ao facto de se terem escolhido organizações com filosofias de negócio diferenciadas<sup>159</sup>, à opção de estratégia específica influenciar, em princípio, cada uma das empresas e à verificação das organizações disporem de estrutura financeira própria.

Poderia ter-se optado estudar empresa a empresa provenientes de um ou de vários sectores de actividade. Qualquer que fosse a alternativa escolhida levantava dificuldades.

A opção por amostra indiferenciada de empresas, envolvendo os mais distintos sectores de actividade, colocava dificuldades, entre outras, ao nível do interesse dos resultados, a não ser que se comparassem grupos de empresas com base em algum critério reconhecido. Isto, porque cada organização é distinta e caracterizada, nomeadamente pela sua génese, tipo de estrutura, estilo de gestão, opção de estratégia e pelo tipo de negócio que desenvolve, ao que há ainda a associar a particularidade de ser empresa familiar ou outra, argumentam Barton & Gordon (1988), Chaganti & Damanpour (1991), Maksimovic & Zechner (1991) e Kochhar (1996).

Desta diversidade da amostra derivam diferentes opções de estratégia, estruturas económicas e financeiras e desempenho distintos cuja análise, acarretará, certamente, sérias dificuldades em determinar linhas de tendência ou características de um grupo heterogéneo que constitui o universo, pelo facto de se agruparem, com efeitos contrários, as mais diversas relações, consoante a predominância das empresas por tipo de sector de actividade.

---

propriedade, em 25% ou mais do capital ou dos direitos de voto, de uma empresa ou, conjuntamente, de várias empresas que não se enquadram na definição de PME ou de pequena empresa, conforme seja o caso».

<sup>158</sup> As limitações foram de vários tipos, nomeadamente, obtenção de base de dados, dispersão das empresas, número de empresas existentes de base nacional por sector de actividade, dificuldade em obter respostas e dificuldade em conseguir entrevistas.

<sup>159</sup> A estrutura financeira e a forma como as empresas executam a sua opção de estratégia são diferentes consoante o volume de actividade desenvolvido, segundo Allain Cotta da Universidade de Paris Dauphine, em entrevista que realizámos em Maio de 1995, devendo considerar-se sobretudo o estudo de empresas industriais e assumir-se claramente dois grupos de organizações, as pequenas e médias empresas (PME) e as grandes empresas (GE) dado que, em regra, dispõem de lógicas de desenvolvimento muito diferenciadas, nomeadamente o facto das GE assentarem as suas políticas financeiras no mercado de capitais.

Faz sentido estudar cada empresa, tida como unidade característica, se se pretender determinar factores individualizados, nomeadamente de personalidade e comportamento do gestor e outros da estrutura financeira ou de desempenho que se relacionam, caso a caso, necessitando-se para isso, além doutros requisitos, dispor de dados e outras informações ao longo de série temporal ampla.

Faz sentido, também, estudar as empresas por sector de actividade e proceder depois à sua comparação, isto porque, num mesmo mercado, organizações desenvolvendo actividades semelhantes, além da tipologia do gestor e de estratégia dispõem de estruturas financeiras e desempenho característicos.

Verificou-se, recorrendo a diversos estudos, que a dimensão da amostra utilizada variava significativamente. Zahra & Pearce II (1989, pp. 312-314 e p. 323) evidenciam as amostras utilizadas em diversos estudos visando verificar a correlação existente entre a composição da equipa de gestão e o desempenho da empresa, bem como as implicações da estrutura da equipa de gestão no desempenho financeiro, conforme se apresenta.

Estudo (ano)	Amostra	Método
Pfeffer (1973)	57	correlação
Provan (1980)	46	regressão
Zahra & Stanton (1988)	100	canónica
Vance (1955)	200	regressão
Vance (1964)	103	regressão
Pfeffer (1972)	80	correlação
Schmidt (1975)	80	regressão
Schmidt (1977)	156	qui quadrado e z-estatístico
Kesner (1987)	250	correlação
Chaganti et al. (1985)	21	t-teste
Cochran, Wood & James (1985)	406	correlação
Kesner, Victor & Lamont (1986)	384	correlação
Baysinger & Butler (1985)	266	regressão
Vance (1978)	40	frequência

Pearce (1983)	137	correlação
Nosburn (1986)	354	MANOVA
Berg & Smith (1978)	200	t-teste
Rechner & Dalton (1985)	230	MANOVA
Miller & Norburn (1986)	64	frequência
Zahra & Pearce (1987)	139	'path analysis'

Escolheram-se quatro sectores de actividade claramente distintos. A selecção das empresas recaiu nos sectores da alimentação (CAE n.º 15.1; 15.4; 15.7; 15.8), dos têxteis e confecções (CAE n.º 17.1; 17.2; 17.4; 18.2), da química e plásticos (CAE n.º 17.5; 24.1; 24.5; 25.2; 36.6) e da metalurgia e metalomecânica (CAE n.º 27.4; 27.5; 28.6; 28.7).

Definiu-se como principal critério de escolha das empresas o volume de vendas, reportado ao ano de 1996, entre os 500 000 contos e os 2 400 000 contos. Aceitou-se que cada empresa tem uma história, dispõe de condições mínimas de estabilidade da estrutura e organização, utiliza instrumentos e adopta regras e práticas de gestão correntes e dispõe de credibilidade no mercado, comprovada, por exemplo, pelo tipo e volume do crédito comercial obtido.

Pretendeu-se que a amostra correspondesse a um padrão característico de empresas do sector, para o que se definiram orientações. A selecção das organizações que constituem a amostra obedeceu aos seguintes critérios:

- a) Admitir que as empresas, para desenvolver actividade e obter resultados com consistência, deverão possuir experiência no seu campo de actividade, à qual se associa um tempo de vida mínimo;
- b) Assegurar período de experiência mínimo de 7 anos, para avaliar a adopção de políticas de empresa com base na presunção da existência de estrutura e organização empresarial;
- c) Considerar os dados e informações correspondentes ao período de 1990 a 1997;
- d) Admitir que o volume de actividade influencia o tipo de organização e evidencia a capacidade de evolução sustentada da empresa, implicando cuidados, nomeadamente a

adopção de políticas de gestão consequentes;

- e) Pressupor que as empresas com alguma dimensão, dispondo de estrutura e organização, têm ao serviço pessoal técnico qualificado;
- f) Considerar empresas de base industrial, com as principais unidades de produção localizadas no território do continente nacional;
- g) Possuir capital maioritariamente controlado por cidadãos portugueses ou residentes no país. Por este facto, excluíram-se as empresas filiais de multinacionais estrangeiras actuando no mercado nacional;
- h) Considerar sociedades anónimas e sociedades por quotas na constituição da amostra;
- i) Admitir as empresas familiares e não familiares;
- j) Eliminar as empresas cujo inquérito não dispusesse da maioria dos campos de informação preenchidos. Em vários casos, realizaram-se contactos directos com os responsáveis no sentido de obter esclarecimentos ou completar os dados e informações;
- k) Considerar as pequenas e médias empresas (PME) de base industrial com volume de vendas compreendido entre 500 000 contos e 2 400 000 contos, reportado ao ano de 1996.

Para a recolha da amostra desenvolveram-se esforços em duas fases. A primeira teve lugar no período de Novembro de 1998 a Maio de 1999. Neste caso, o universo foi constituído por 392 empresas, correspondente às organizações com volume de vendas entre 800.000 contos e 2.400.000 contos, assim distribuídas: a) sector dos têxteis e confecções, 200 empresas; b) sector da química e plásticos, 65 empresas; c) sector da metalurgia e metalomecânica, 75 empresas; e, d) sector da alimentação, 52 empresas do qual se obteve a amostra parcial constituída por 52 empresas, sendo 21 do sector dos têxteis e confecções, 15 da química e plásticos, 12 da metalurgia e metalomecânica e 7 do sector da alimentação (Quadro 1).

Quadro 1- Número de empresas que constituem a amostra parcial e distribuição por sector de actividade (1.ª fase)

Sector de Actividade	Total Inquéritos		Recebidos Enviados (%)	Amostra (n.º)	Amostra Enviados (%)
	Enviados (n.º)	Recebidos (n.º)			
Têxteis e Confecções	200	21	10,5	18	9,0
Química e Plásticos	65	19	29,2	15	23,1
Metalurgia e Metalomecânica	75	17	22,7	12	16,0
Alimentação	52	10	19,2	7	13,5
Total	392	67	17,0	52	13,2

Verificou-se que o número de empresas, por sector de actividade, era reduzido e insuficiente para a utilização de algumas das técnicas estatísticas. Para obstar à dificuldade alargou-se o universo, integrando as empresas com volume de vendas a partir dos 500 000 contos, com referência ao ano de 1996, até ao volume de vendas de 2 400 000 contos. Desta forma, passou a dispor-se dum universo constituído por 1 288 empresas.

O inquérito foi remetido, agora, para 1221 empresas, excluindo, apenas, aquelas 67 que já tinham respondido.

A segunda fase de recolha de informação e constituição da amostra realizou-se no período de Janeiro a Maio de 2000. O universo das empresas, por sectores de actividade, ficou assim distribuído: a) sector dos têxteis e confecções, 675 empresas; b) sector da química e plásticos, 180 empresas; c) sector da metalurgia e metalomecânica, 243 empresas; e, d) sector da alimentação, 190 empresas. Obteve-se a segunda amostra parcial de 80 empresas, sendo 39 do sector dos têxteis e confecções, 12 da química e plásticos, 20 da metalurgia e metalomecânica e 9 do sector da alimentação (Quadro 2).

Quadro 2- Número de empresas que constituem a amostra parcial e distribuição por sector de actividade (2.ª fase)

Sector de Actividade	Total Inquéritos		Recebidos Enviados (%)	Inquéritos Amostra (n.º)	Amostra Enviados (%)
	Enviados (n.º)	Recebidos (n.º)			
Têxteis e Confecções	654	55	8,4	39	6,0
Química e Plásticos	161	16	9,9	12	7,5
Metalurgia e Metalomecânica	226	26	11,5	20	8,8
Alimentação	180	13	7,2	9	5,0
Total	1221	110	9,0	80	7,3

No final da 1.ª e 2.ª fases os resultados apurados para a determinação da amostra final apresentam-se abaixo (Quadro 3).

Quadro 3- Número de empresas que constituem a amostra global e distribuição por sector de actividade

Sector de Actividade	Total Inquéritos		Recebidos Enviados (%)	Amostra (n.º)	Amostra Enviados (%)
	Enviados (n.º)	Recebidos (n.º)			
Têxteis e Confecções	675	76	11,3	57	8,4
Química e Plásticos	180	35	19,4	27	15,0
Metalurgia e Metalomecânica	243	43	17,7	32	13,2
Alimentação	190	23	12,1	16	8,4
Total	1288	177	13,7	132	10,2

A base de dados utilizada foi cedida por empresas especializadas na recolha e tratamento de informação económica e financeira, as sociedades IFquatro, Lda e MOPE<sup>160</sup>, dispondo das empresas por sector de actividade e volume de actividade, entre outras repartições, o que permitiu, antecipadamente avaliar a dimensão do universo e tipo de organizações.

<sup>160</sup> Estabeleceram-se contactos com o IAPMEI- Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento e com o Ministério da Indústria que informaram não dispor ainda de dados tratados das empresas mas apenas de uma listagem com os endereços. Para o trabalho de investigação era relevante seleccionar as empresas consoante o volume de vendas e por sector de actividade. Esta informação foi obtida da Sociedade IFquatro Lda e da sociedade MOPE, a quem cabem agradecimento particular pelas facilidades concedidas, das quais aproveitámos, sendo de referir, no primeiro caso, a experiência derivada da realização dos cadernos sobre as 500 e 1000 maiores empresas publicados pelos jornais Expresso e Diário de Notícias e no segundo tratar-se de empresa com grande experiência no mercado português.

## 4.3- Instrumento de suporte e recolha de dados

### 4.3.1- Instrumento de suporte: o questionário

Para a concretização do projecto de investigação procedeu-se à recolha de informação e dados devidamente estruturados e com consistência, em consonância com os modelos pré-seleccionados. Como instrumento de suporte privilegiado recorreu-se à utilização de questionário, a enviar directamente às empresas do universo, do qual se seleccionou a amostra de acordo com os requisitos.

O inquérito foi constituído por duas peças distintas (Anexo 1). Uma das peças corresponde ao questionário propriamente dito, dividido em quatro partes, respectivamente:

Parte I- Caracterização Genérica da Empresa

Parte II- Sobre o Gestor (Presidente, Administrador- Delegado ou Director- Geral)

Parte III- Sobre as Opções de Estratégia da Empresa

Parte IV- Caracterização económica e financeira (período de 1990 a 1997).

A outra peça compreende as instruções de preenchimento. O questionário dispõe, portanto, de três tipos de dados e informação distintos, a saber: a) dados e informação de carácter geral sobre a empresa; b) dados e informação de natureza qualitativa referentes ao gestor cimeiro e à opção de estratégia decorrente da decisão do gestor; c) dados de natureza económica e financeira derivados de opção e sobre a actividade, referentes ao período de 1990 a 1997.

Tomaram-se em consideração factores de natureza qualitativa e dados quantitativos (Jarrett, 1991; Mason, 1996; Miles & Huberman, 1994; Yin, 1993). Quanto aos factores qualitativos utilizaram-se as chamadas questões fechadas por forma a enquadrar o tipo de resposta numa matriz de hipóteses, com a preocupação de dispor de leitura e resposta rápida e simples. Quanto aos dados quantitativos elaborou-se matriz, o mais simples possível, que comportasse os elementos indispensáveis para a determinação dos coeficientes definidos e que se pretendem analisar.



Neste particular, em alternativa, outra fórmula a seguir conduziria a solicitar os balanços e demonstrações de resultados das empresas referentes ao período considerado de oito anos. Contudo, caso não se dispusesse de matriz claramente definida e simples seria bem mais difícil obter os respectivos documentos por envolverem grande quantidade, desenvolvendo a empresa, neste caso, maior esforço, dedicação e disponibilidade de tempo para a compilação desses documentos.

#### 4.3.2- Recolha de dados

Para a recolha de dados prepararam-se os endereços das empresas que constituíram o universo das empresas, o questionário e respectivas instruções de preenchimento e a carta de apresentação<sup>161</sup>.

Na primeira fase, realizou-se operação prévia visando testar o questionário para o que se escolheram 37 empresas do sector da alimentação a quem se enviaram os questionários de cor amarela (27/11/98), com o objectivo de identificar a operação e tornar o documento mais visível na organização. Obtiveram-se 5 respostas com esta operação, o que permitiu proceder a alguns ajustamentos.

Após ligeiras correcções remeteram-se, então, os inquéritos de cor verde para as restantes 355 empresas da amostra (4/1/99). Dada a fraca adesão procedeu-se a várias iniciativas de insistência enviando o inquérito sucessivamente em 22/3/99, 21/4/99 e 17/5/99 de cor diversa e em 22/2/99 apenas uma carta de reforço para que respondessem (Anexo 2). Paralelamente, realizaram-se contactos telefónicos para grande parte das empresas, em muitos casos repetindo-os.

No dia 22/7/99 determinou-se a amostra parcial constituída por 52 empresas, correspondendo a uma taxa de aproveitamento de 13,2%, eliminando-se 15 das 67 (17,0%) que responderam, por não obedecerem aos critérios pré-definidos. O sector da química e plásticos foi o que teve comportamento mais aceitável, com uma taxa de resposta de 29,2%.

---

<sup>161</sup> Utilizaram-se os serviços do Centro de Estudos de Gestão (CEGE) do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa.

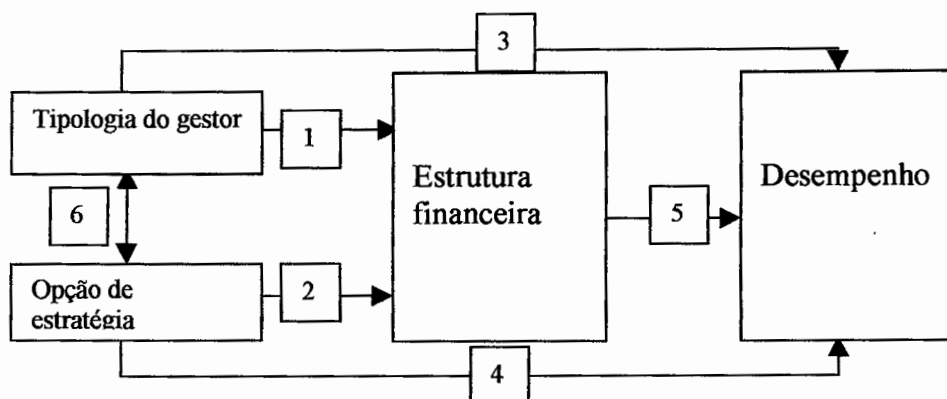
Na segunda fase, remeteram-se 1221 inquéritos de cor branca, em 12/1/00. Dada a fraca adesão procedeu-se a insistência vária, remetendo o inquérito sucessivamente em 15/2/00, 16/3/00 e 17/5/00 de cor diversa (Anexo 2). Paralelamente, realizaram-se contactos telefónicos, durante cerca de 1,5 mês, com todas as empresas que não responderam até então, em muitos casos repetindo-os.

No dia 3/6/00 determinou-se a amostra final constituída por 132 empresas, correspondente ao somatório das 52 empresas apuradas na 1.<sup>a</sup> fase com as 80 empresas da 2.<sup>a</sup> fase.

#### 4.4- Técnicas utilizadas

A realização do trabalho de investigação levou à utilização de diferentes técnicas estatísticas por envolver relações entre diferentes variáveis, métricas e não métricas, agrupadas nas chamadas dimensões-chave (Figura 4).

Figura 4- Diagrama das relações entre dimensões-chave



Para verificar as relações de tipologia do gestor e opção de estratégia com a estrutura financeira e com o desempenho, identificadas por 1, 2, 3 e 4, recorreu-se ao teste t. Isto, porque a técnica de regressão linear múltipla não se mostrou adequada dada a utilização de variáveis métricas (dependentes) e não métricas (independentes). Optou-se pela técnica do teste t por possibilitar a comparação entre grupos, baseada na diferença entre as médias.

São variáveis independentes as identificadas com a tipologia do gestor e opção de estratégia e variáveis dependentes aquelas identificadas com a estrutura financeira e desempenho.

Para verificar a influência entre a estrutura financeira e o desempenho, relação identificada por 5, uma vez que existe coerência entre as variáveis, por ambos os conjuntos serem métricos, escolheu-se a técnica da regressão linear múltipla dado ser especialmente vocacionada para identificar e medir as relações entre variáveis contínuas, métricas e dependentes e independentes. Aplicou-se uma regressão linear múltipla para cada uma das variáveis de desempenho, dado relacionar uma variável de desempenho para cada ano a que

correspondem oito análises de regressão linear múltipla.

Para estimação das regressões, com o 'software SPSS', utilizou-se o método 'Stepwise', que a cada passo introduz a variável independente com menor probabilidade de F. Determinada a regressão as variáveis são removidas se a probabilidade de F associada ao modelo no qual se encontram inseridas for, entretanto, suficientemente grande. O método termina quando nenhuma variável for elegível, para inclusão.

Para verificar a relação entre a tipologia do gestor e a opção de estratégia, identificada pelo número 6, dimensões constituídas por variáveis não métricas, de cariz nominal e ordinal, recorreu-se à análise da correlação canónica não linear, por permitir averiguar acerca da relação de dois ou mais conjuntos de variáveis, recorrendo-se ao comando OVERALS do SPSS.

Neste caso, devido ao reduzido número de observações, não foi possível aplicar a técnica ao sector da alimentação. Foi aplicada aos restantes sectores de actividade e à amostra global, constituída esta pelas empresas seleccionadas pertencentes a cada um dos diferentes sectores. Para averiguar a existência de relações entre as variáveis constituindo as dimensões-chave da tipologia do gestor e da opção de estratégia, recorreu-se à análise de frequências cruzadas, realizada através do procedimento OVERALS do SPSS, técnica que, mesmo assim, não foi possível aplicar ao sector da alimentação.

Por último, com base nas técnicas utilizadas, identificaram-se e foi dado destaque às relações que se apresentaram sustentadas, ao longo do período, evitando todos os casos menos consistentes, derivados da referida limitação da dimensão da amostra. Isto é, apenas foram consideradas as relações que se verificaram inequívocas, ao longo do período em análise, de 1990 a 1997, quer entre a tipologia do gestor e opção de estratégia e a estrutura financeira ou desempenho, quer entre a estrutura financeira e o desempenho.

#### 4.5- Testes da amostra

Pretende-se averiguar em que medida as técnicas escolhidas são adequadas para o trabalho a realizar, procedendo aos diversos testes e respectiva análise, por forma a validar a relação entre as variáveis.

Entendeu-se relevante começar por referir a análise de contingência, dada a sua importância como técnica complementar para a descrição dos dados e comparação das variáveis dos diversos sectores de actividade.

Seguem-se o teste t, o método da regressão linear múltipla e a análise da correlação canónica não linear.

##### 4.5.1-Análise de contingência

Para a descrição da amostra global, no que respeita à utilização da escala original de notação de 1 a 5, face à sua dimensão não acarreta dificuldades a descrição das variáveis, referentes às dimensões-chave da tipologia do gestor e opção de estratégia.

Contudo, o mesmo não sucede quanto à análise das variáveis por sector de actividade. Por se tratar de sub-amostras, além da menor dimensão, o facto de existirem cinco escalões por cada uma das variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia, esse facto implica a criação de sub-grupos de análise de tamanho reduzido.

Para obstar à dificuldade, assegurando-se o essencial da informação, optou-se por fazer corresponder os dados referentes à notação original de 1 a 5 das variáveis de tipologia do gestor e da opção de estratégia, a duas hipóteses de valoração qualitativa, correspondendo uma aposta reduzida, notação de 1 a 3, e a outra a aposta elevada, notação 4 e 5, como estrutura de informação comum aos testes t.

Iniciou-se o método pela descrição da amostra global. Seguiu-se a análise de contingência e o teste do qui quadrado, com o objectivo de confirmar a robustez da análise e poder afirmar serem as distribuições das variáveis diferentes em cada um dos sectores. Evitou-se, assim, a

descrição das variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia, para cada um dos sectores de actividade.

Com a análise de contingência pretendeu-se caracterizar a distribuição original, para cada uma das variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia, e averiguar, depois, recorrendo ao teste do qui quadrado, se o facto de pertencer a determinado sector de actividade isso influenciaria ou não essa mesma variável.

O teste do qui quadrado, fundamentalmente, evidencia o grau de dependência ou independência entre as variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia da amostra global e para o sector de actividade.

Para isso, comparam-se os valores observados das distribuições com os valores esperados, por exemplo uma variável de tipologia do gestor ou de opção de estratégia e o sector de actividade, e verifica-se se as variáveis são independentes. Neste caso, não há relação entre elas.

A expressão do qui quadrado é da seguinte forma (Spiegel, 1972, p. 332):

$$\chi^2 = \sum_{j=1}^n \frac{(o_j - e_j)^2}{e_j}$$

Em que: 'o' é o valor observado e 'e' o valor esperado para o elemento 'j' da amostra. Obtém-se, então, um nível de significância.

Por exemplo, suponha-se a distribuição hipotética:

		V1	
		A	B
V2	C	80%	20%
	D	20%	80%
		100%	100%

Considerando o número de observações 'N', se o nível de significância associado ao valor de qui quadrado observado for, por exemplo,  $\text{Sig.}=0.000$ , conclui-se que em 0% dessas amostras encontrar-se-ão diferenças de 80% para 20%, inversamente distribuídas, A e B por C e D, retirando amostras sucessivas da população, com essa mesma dimensão 'N', admitindo a hipótese de que as variáveis V1 e V2 não estão relacionadas, sendo por isso independentes. Ou seja, mediante a hipótese de independência na população, com amostras desta dimensão, nunca se encontrariam diferenças, o que significa que se fossem efectivamente encontradas, probabilisticamente isso quereria dizer que a relação entre as variáveis existirá mesmo na população.

Neste caso, V1 seria o sector de actividade e V2 corresponderia a cada uma das variáveis de tipologia do gestor ou de opção de estratégia.

Pretende-se, neste estudo, com a utilização destes instrumentos identificar quais das variáveis de tipologia do gestor ou de opção de estratégia dependem do sector de actividade, tomando por base a dimensão da amostra a utilizar, e poder alargar a informação obtida por forma a descrever cada uma das variáveis para cada sector, tendo presente que apenas deverão ser evidenciadas as variáveis de tipologia do gestor ou de opção de estratégia que apresentem diferenças significativas entre os sectores.

Da análise dos resultados, antecipando os resultados, verifica-se que algumas variáveis estarão próximas dos níveis de significância. De referir, no entanto, que o facto da dimensão da amostra levantar algumas dificuldades, por influenciar a precisão dos resultados, as mesmas foram, desta forma, ultrapassadas.

#### 4.5.2- Teste t

As variáveis independentes, conotadas com a tipologia do gestor e a opção de estratégia, foram reclassificadas em duas hipóteses de valoração, correspondendo uma a aposta elevada, conotada com os valores declarados superiores ou igual a 4, na escala de 1 a 5, e a outra a aposta reduzida ou inexistente, identificada com as respostas declaradas na escala compreendendo 1, 2 e 3.

No caso particular da variável formação e/ou especialização educacional criaram-se, da mesma forma, duas hipóteses de valoração. Uma compreendendo os que indicaram ter formação em áreas de base tecnológica, ou serem marcadamente especializados nessas áreas, e outra hipótese referente àqueles outros com formação de base não tecnológica.

Em suma, as variáveis apuradas com base em escalas de 1 a 5 passaram, portanto, a ter a seguinte recodificação:

0 – Aposta reduzida ou inexistente (de 1 a 3, na escala original);

1 – Aposta elevada (4 e 5, na escala original).

No que respeita à formação e/ou especialização educacional a recodificação assume os seguintes parâmetros:

0 – Formação de base não tecnológica;

1 – Formação de base tecnológica.

A técnica teste t apresenta rigor de análise. A normalidade das distribuições dos dois grupos a comparar, constituído um pelas variáveis independentes e outro pelas variáveis dependentes, bem como a homogeneidade das variâncias, obrigaram a trabalho detalhado.

Em primeiro lugar, verificaram-se os pressupostos. Em caso de violação, numa primeira abordagem, transformam-se as variáveis por forma a aproximar as suas distribuições da normalidade e procurou-se homogeneizar as variâncias. Esta opção revelou-se útil para a normalização das variáveis, uma vez que a nível de dispersão, na maior parte dos casos, depararam-se variâncias homogéneas. Numa outra abordagem, poderia utilizar-se o teste não-paramétrico de Mann-Whitney U com os testes de Monte-Carlo, para estimação dos níveis de significância.

Sabe-se que mesmo violada a hipótese da normalidade referente à variável dependente, os testes 'F' e 't' não serão afectados na presença de amostras de grande dimensão. Nos casos em que são mais reduzidas pouco se sabe sobre essas implicações, admitindo-se, contudo, que a violação da hipótese de normalidade não será preocupação no caso dos modelos de efeitos fixos.



Por outro lado, as inferências sobre as médias não são grandemente afectadas por esta violação. Quanto às inferências sobre as variâncias as implicações dependem grandemente da hipótese da normalidade, casos para os quais se utiliza o teste de 'Levene' aplicado para verificar a homogeneidade da variância, robusto a violações de normalidade.

Outra das preocupações relacionada com a dimensão da amostra, prende-se com a homogeneidade das variâncias dos erros entre grupos, caso em que a utilização de amostras de grande dimensão evita as acentuadas repercussões a nível da inferência.

O recurso à análise de variância a um único factor e não de múltiplos factores deve-se ao facto da amostra não ser passível de maior segmentação.

Uma vez que as variáveis foram agregadas em dois grupos as variáveis independentes, a análise de variância transforma-se num teste t, mantendo as mesmas hipóteses.

O teste Mann-Whitney U será, do ponto de vista conclusivo, o equivalente ao teste t não paramétrico, devendo utilizar-se nos casos em que efectivamente são violadas as referidas hipóteses.

No caso em estudo, serão apresentadas, apenas, as relações significativas ao longo do período em análise (1990 – 1997), ou seja, as relações que clara e marcadamente se verificaram ao longo do tempo.

Observando as diversas hipóteses, as variáveis dependentes que respeitaram integralmente os testes de normalidade ou apresentaram reduzidos desvios, foram as seguintes:

- VV/ATT (nos sectores químico e metalúrgico);
- AI/ATT (nos mesmos sectores com excepção dos anos de 1993 e 1994);
- RCP e RAT (no sector da metalurgia).

Apesar de serem estas as variáveis que de forma geral cumprem a hipótese da normalidade, refira-se o facto, à luz do teste de normalidade 'Kolmogorov-Smirnov', as restantes variáveis

apresentaram reduzidos desvios à normalidade.

Para exemplo, aplicando o teste à amostra global, ou seja, comparando a normalidade das distribuições das diferentes variáveis de estrutura financeira e desempenho nos diferentes sectores comprovam-se as ideias expostas (Quadro 4).

Quadro 4- Testes de normalidade

Tests of Normality <sup>b</sup>							
Sector de Actividade		Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
CA_CP	Alimentação	,497	13	,000	,360	13	,010*
	Texteis e Confecções	,313	57	,000			
	Química e Plásticos	,287	26	,000	,627	26	,010*
	Metalurgia e Metalomecânica	,341	31	,000	,527	31	,010*
CAE_CA	Alimentação	,231	13	,056	,846	13	,029
	Texteis e Confecções	,160	57	,001			
	Química e Plásticos	,213	26	,004	,776	26	,010*
	Metalurgia e Metalomecânica	,165	31	,031	,889	31	,010*
PT_CA	Alimentação	,179	13	,200*	,882	13	,084
	Texteis e Confecções	,290	57	,000			
	Química e Plásticos	,274	26	,000	,633	26	,010*
	Metalurgia e Metalomecânica	,348	31	,000	,380	31	,010*
AL_ATT	Alimentação	,132	13	,200*	,962	13	,733
	Texteis e Confecções	,324	57	,000			
	Química e Plásticos	,139	26	,200*	,954	26	,359
	Metalurgia e Metalomecânica	,119	31	,200*	,948	31	,220
RCP	Alimentação	,519	13	,000	,327	13	,010*
	Texteis e Confecções	,356	57	,000			
	Química e Plásticos	,381	26	,000	,428	26	,010*
	Metalurgia e Metalomecânica	,169	31	,024	,901	31	,010*
RAT	Alimentação	,140	13	,200*	,959	13	,688
	Texteis e Confecções	,403	57	,000			
	Química e Plásticos	,333	26	,000	,435	26	,010*
	Metalurgia e Metalomecânica	,145	31	,098	,940	31	,100
RVV	Alimentação	,377	13	,000	,599	13	,010*
	Texteis e Confecções	,475	57	,000			
	Química e Plásticos	,331	26	,000	,526	26	,010*
	Metalurgia e Metalomecânica	,243	31	,000	,777	31	,010*
MLL_ATT	Alimentação	,153	13	,200*	,942	13	,482
	Texteis e Confecções	,407	57	,000			
	Química e Plásticos	,310	26	,000	,471	26	,010*
	Metalurgia e Metalomecânica	,094	31	,200*	,981	31	,854
VV_ATT	Alimentação	,111	13	,200*	,964	13	,762
	Texteis e Confecções	,336	57	,000			
	Química e Plásticos	,138	26	,200*	,954	26	,368
	Metalurgia e Metalomecânica	,122	31	,200*	,919	31	,030

\*\* This is an upper bound of the true significance.

\* This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

b. ANO = 1990,00

Do quadro anterior apuram-se as variáveis que apresentam distribuições significativamente diferentes daquelas que seriam as distribuições normais quando o nível de significância observado é inferior a 0.05<sup>162</sup>.

Quanto à hipótese de homogeneidade das variâncias, da mesma forma, só as variáveis AI/ATT, CAE/CA e RCP, apresentam pontualmente variabilidade heterogênea, cumprindo-se, portanto, a hipótese de homogeneidade de variância para a maioria dos casos, à luz do teste de 'Levene', robusto a violações da normalidade (Quadro 5).

---

<sup>162</sup> Quando um grupo tem menos de 50 observações deve-se interpretar o teste de normalidade 'Shapiro-Wilk'.

Quadro 5- Testes de homogeneidade de variância

Test of Homogeneity of Variance <sup>a</sup>

		Levene Statistic	df1	df2	Sig.
CA_CP	Based on Mean	1,377	3	123	,253
	Based on Median	,457	3	123	,713
	Based on Median and with adjusted df	,457	3	81,619	,713
	Based on trimmed mean	,538	3	123	,657
CAE_CA	Based on Mean	,195	3	123	,899
	Based on Median	,313	3	123	,816
	Based on Median and with adjusted df	,313	3	114,808	,816
	Based on trimmed mean	,239	3	123	,869
PT_CA	Based on Mean	,469	3	123	,704
	Based on Median	,188	3	123	,904
	Based on Median and with adjusted df	,188	3	96,033	,904
	Based on trimmed mean	,305	3	123	,821
AI_ATT	Based on Mean	7,683	3	123	<b>,000</b>
	Based on Median	3,074	3	123	<b>,030</b>
	Based on Median and with adjusted df	3,074	3	57,075	<b>,035</b>
	Based on trimmed mean	4,199	3	123	<b>,007</b>
RCP	Based on Mean	3,200	3	123	<b>,026</b>
	Based on Median	,698	3	123	,555
	Based on Median and with adjusted df	,698	3	48,625	,558
	Based on trimmed mean	1,296	3	123	,279
RAT	Based on Mean	2,777	3	123	<b>,044</b>
	Based on Median	1,314	3	123	,273
	Based on Median and with adjusted df	1,314	3	56,113	,279
	Based on trimmed mean	1,407	3	123	,244
RVV	Based on Mean	2,652	3	123	,052
	Based on Median	1,322	3	123	,270
	Based on Median and with adjusted df	1,322	3	56,467	,276
	Based on trimmed mean	1,415	3	123	,242
MLL_ATT	Based on Mean	3,052	3	123	<b>,031</b>
	Based on Median	1,619	3	123	,188
	Based on Median and with adjusted df	1,619	3	56,193	,195
	Based on trimmed mean	1,808	3	123	,149
VV_ATT	Based on Mean	1,730	3	123	,164
	Based on Median	,968	3	123	,410
	Based on Median and with adjusted df	,968	3	57,402	,414
	Based on trimmed mean	1,033	3	123	,380

a. ANO = 1990,00

Na utilização do teste t, com grandes amostras, a hipótese da normalidade quando violada pode ser desprezada (Aaker, *et al.*, 1992; Reis, *et al.*, 1999). À luz das condicionantes da

amostra em análise, mesmo verificando-se a sua violação, os resultados serão, mesmo assim, um bom indicador desde que as diferenças sejam 'inequívocas'.

O teste t, cumprindo-se a hipótese de homogeneidade de variância, utiliza-se como indicador da existência de hipotéticas diferenças de estrutura financeira e desempenho, face a diferente tipologia do gestor e opção de estratégia.

Para consolidar essas diferenças utilizou-se, em complemento, o teste de Mann-Whitney U, com a noção clara da violação da hipótese de normalidade das variáveis dependentes.

Saliente-se o facto, efectuadas as ditas análises a cada um dos sectores e à amostra global, comparando as relações entre sectores, de não existirem diferenças significativas entre os grupos de variáveis que explicam as relações entre a tipologia do gestor e opção de estratégia e a estrutura financeira ou o desempenho, bem como não existir relação entre a idade ou antiguidade na função e as mesmas variáveis de estrutura financeira ou desempenho<sup>163</sup>.

Observando os resultados produzidos pelo teste t, aplicado a amostras independentes, tomando, por exemplo, os resultados obtidos da comparação de médias das variáveis dependentes de estrutura financeira e desempenho, no sector dos têxteis e confecções, entre os grupos constituídos por grau de escolaridade, classificado em reduzido ou elevado, sabendo-se violada a hipótese da normalidade, registam-se resultados de diferente perfil<sup>164</sup> (Quadro 6).

<sup>163</sup> Ver o Anexo 5- Teste t, por sector de actividade, referente à comparação de grupos.

<sup>164</sup> O teste t utilizado, além do teste de homogeneidade de variância, apresenta um teste t corrigido quando aquela hipótese é violada. Desta forma, podem-se retirar conclusões, em relação à igualdade ou desigualdade de variâncias entre os grupos, analisando posteriormente o teste t adequado a cada situação. Porém, para a maioria dos grupos, as diferentes variáveis dependentes apresentam variâncias homogêneas entre os grupos.

## Quadro 6- Grupos estatísticos

Group Statistics <sup>a</sup>

grau de escolaridade		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
CA_CP	Nível Reduzido ou Inexistente	37	6,3575	14,1568	2,3274
	Nível Elevado	20	4,5489	7,3137	1,6354
CAE_CA	Nível Reduzido ou Inexistente	37	,2163	,2453	4,033E-02
	Nível Elevado	20	,2888	,2372	5,303E-02
PT_CA	Nível Reduzido ou Inexistente	37	,2138	,4250	6,988E-02
	Nível Elevado	20	,1945	,2640	5,903E-02
AI_ATT	Nível Reduzido ou Inexistente	37	,7148	1,2065	,1983
	Nível Elevado	20	1,0569	1,4952	,3343
RCP	Nível Reduzido ou Inexistente	37	-7,20E-02	1,4041	,2308
	Nível Elevado	20	,2483	,5715	,1278
RAT	Nível Reduzido ou Inexistente	37	-6,93E-02	2,2501	,3699
	Nível Elevado	20	2,9177	9,4809	2,1200
RVV	Nível Reduzido ou Inexistente	37	-,1627	1,5808	,2599
	Nível Elevado	20	-,5213	4,4391	,9926
MLL_ATT	Nível Reduzido ou Inexistente	37	-,1388	2,2217	,3653
	Nível Elevado	20	2,1920	6,6310	1,4827
VV_ATT	Nível Reduzido ou Inexistente	37	1,5523	,8595	,1413
	Nível Elevado	20	3,8654	7,8047	1,7452

a. Sector de Actividade = Textéis e Confecções, ANO = 1990,00

No quadro, obtém-se informação referente à variável grau de escolaridade do sector dos têxteis e confecções, ano de 1990. Indica-se o número de observações realizadas em cada grupo, a média de cada variável dependente, o desvio-padrão e o erro-padrão.

Por exemplo, os gestores com escolaridade reduzida obtêm uma média para a variável RAT muito inferior à média da mesma variável dos gestores com elevada escolaridade.

É exactamente esta diferença que se pretende averiguar, reconhecendo se é ou não estatisticamente significativa. Por outras palavras, pretende-se inferir, partindo da amostra para a população, se existirá ou não, nesta mesma população, diferença da variável RAT provocada pela escolaridade (Quadro 7).

# Quadro 7- Teste t de amostras independentes

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
CA_CP	Equal variance assumed	,598	,443	,533	55	,596	1,8086	3,3953	-4,9957	8,6128
	Equal variance not assumed			,636	54,946	,528	1,8086	2,8445	-3,8920	7,5092
CAE_CA	Equal variance assumed	,090	,765	-1,077	55	,286	,248E-02	,731E-02	-,2074	242E-02
	Equal variance not assumed			-1,088	40,232	,283	,248E-02	,663E-02	-,2071	216E-02
PT_CA	Equal variance assumed	,573	,452	,185	55	,854	,938E-02	,1047	-,1904	,2292
	Equal variance not assumed			,212	53,801	,833	,938E-02	,147E-02	-,1640	,2028
AI_ATT	Equal variance assumed	1,536	,220	-,938	55	,352	-,3421	,3645	-1,0726	,3884
	Equal variance not assumed			-,880	32,596	,385	-,3421	,3887	-1,1334	,4492
RCP	Equal variance assumed	,076	,784	-,974	55	,334	-,3203	,3288	-,9792	,3386
	Equal variance not assumed			-1,214	52,165	,230	-,3203	,2638	-,8497	,2091
RAT	Equal variance assumed	10,308	,002	-1,836	55	,072	-2,9870	1,6270	-6,2476	,2735
	Equal variance not assumed			-1,388	20,165	,180	-2,9870	2,1520	-7,4737	1,4997
RVV	Equal variance assumed	3,027	,087	,445	55	,658	,3585	,8064	-1,2576	1,9747
	Equal variance not assumed			,349	21,640	,730	,3585	1,0261	-1,7715	2,4885
MLL_AT	Equal variance assumed	10,002	,003	-1,957	55	,055	-2,3308	1,1912	-4,7180	635E-02
	Equal variance not assumed			-1,526	21,334	,142	-2,3308	1,5271	-5,5035	,8419
VV_ATT	Equal variance assumed	8,533	,005	-1,796	55	,078	-2,3131	1,2877	-4,8936	,2675
	Equal variance not assumed			-1,321	19,250	,202	-2,3131	1,7509	-5,9745	1,3484

a. Sector de Actividade = Textéis e Confeccões, ANO = 1990,00

Por exemplo<sup>165</sup>, conclui-se, nomeadamente, que as variâncias são distintas entre estes dois grupos de escolaridade, mas poderiam não o ser. Observando a coluna correspondente  significância do teste t, retira-se que a diferença não aparenta ser significativa. Alargando para a população, o nível da variável RAT nos dois grupos seria probabilisticamente semelhante, não influenciando o grau de escolaridade a variável de desempenho RAT.

Aliás, observe-se o intervalo de confiança e o facto de ser zero a diferença entre as médias da variável RAT correspondente aos gestores com reduzido grau de escolaridade e com elevado grau de escolaridade. Isso significa, extraindo amostras sucessivas da população, que em 95% dessas amostras não existiria diferença entre o nível da variável RAT, nos dois grupos.

#### 4.5.3- Método da regressão linear múltipla

Os resultados serão estudados sequencialmente, começando por ter em conta a estatística descritiva das variáveis a incluir no modelo. Em seguida, destacam-se os coeficientes de correlação entre as variáveis, os indicadores globais de ajustamento do modelo e a tabela da ANOVA. Finalmente, consideram-se os resultados das estimativas efectuadas para os coeficientes.

Tome-se, como exemplo, a explicação da variável MLL/ATT, no ano de 1997, do sector da metalurgia e metalomecânica.

Primeiro, observam-se as estatísticas descritivas das variáveis incluídas na análise (Quadro 8).

Quadro 8- Estatística descritiva

MLLATT97	Mean	Std. Deviation	N
CA_CP97	2,1503	3,0622	29
CAE_CA97	,2079	,1972	29
PT_CA97	,1991	,2393	29
AI_ATT97	,4167	,1825	29

Sector de Actividade = Metalurgia e Metalomecânica

Segundo, analisam-se as matrizes de correlações entre as variáveis e o coeficiente de correlação de 'Pearson' (Quadro 9).

<sup>165</sup> Faz-se a referência como teste e não a análise dos resultados de forma sistemática, a ter lugar noutro capítulo.



## Quadro 9- Correlações

Correlations<sup>a</sup>

		MLLATT97	CA_CP97	CAE_CA97	PT_CA97	AI_ATT97
Pearson Correlation	MLLATT97	1,000	-,251	-,213	,566	,159
	CA_CP97	-,251	1,000	,371	-,080	-,318
	CAE_CA97	-,213	,371	1,000	-,187	,486
	PT_CA97	,566	-,080	-,187	1,000	,108
	AI_ATT97	,159	-,318	,486	,108	1,000
Sig. (1-tailed)	MLLATT97		,095	,134	,001	,205
	CA_CP97	,095		,024	,339	,047
	CAE_CA97	,134	,024		,166	,004
	PT_CA97	,001	,339	,166		,288
	AI_ATT97	,205	,047	,004	,288	
N	MLLATT97	29	29	29	29	29
	CA_CP97	29	29	29	29	29
	CAE_CA97	29	29	29	29	29
	PT_CA97	29	29	29	29	29
	AI_ATT97	29	29	29	29	29

a. Sector de Actividade = Metalurgia e Metalomecânica

Como exemplo, no sector da metalurgia e metalomecânica, em 1997, observa-se claramente que a variável CAE/CA é a mais fortemente correlacionada com a variável AI/ATT, sendo inclusive o único coeficiente de correlação significativo, deixando a noção da existência de alguma relação entre as variáveis e que potencialmente essa relação será linear. O mesmo se verifica em relação a outras variáveis, nomeadamente MLL/ATT e PT/CA.

Terceiro, os resultados obtidos com o 'Model Summary' e 'ANOVA' mostram existirem medidas de ajustamento e significância globais (Quadros 10 e 11).

## Quadro 10- Sumário do modelo

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,566 <sup>a</sup>	,321	,295	,1323	,321	12,744	1	27	,001

a. Predictors: (Constant), PT\_CA97

b. Sector de Actividade = Metalurgia e Metalomecânica

# Quadro 11- ANOVA

**ANOVA<sup>a,c</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,223	1	,223	12,744	,001 <sup>a</sup>
	Residual	,472	27	1,749E-02		
	Total	,695	28			

a. Predictors: (Constant), PT\_CA97

b. Dependent Variable: MLLATT97

c. Sector de Actividade = Metalurgia e Metalomecânica

Em qualquer dos resultados observa-se que, do ponto de vista da avaliação global, o ajustamento não sendo o melhor, analise-se a coluna 'Adjusted R Square', a parcela explicada pelo modelo é, todavia, significativa<sup>166</sup>.

Quarto, obtêm-se os resultados com os coeficientes estimados. Conforme verificado na análise das correlações, a variável PT/CA seria aquela que apresenta maior correlação positiva com a variável MLL/ATT, se bem que relativamente fraca.

Da utilização do método 'Stepwise', neste exemplo, obteve-se o modelo expresso no quadro de coeficientes (Quadro 12).

## Quadro 12- Coeficientes

**Coefficients<sup>a,b</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,426E-02		2,307	,029		
	PT_CA97	,373	,104	,566	3,570	,001	1,000

a. Dependent Variable: MLLATT97

b. Sector de Actividade = Metalurgia e Metalomecânica

Ao avaliarem-se os resultados conclui-se que, se o ajustamento do modelo à variável MLL/ATT não for relevante, ambos os coeficientes estimados serão significativamente diferentes de zero, nível de significância inferior a 0.05. Se o ajustamento se revelar mais

interessante, obter-se-á um modelo onde, com maior fiabilidade, se pode referir que as empresas deste sector, verificando valores superiores para a variável PT/CA, terão maiores índices de crescimento, medidos pela variável MLL/ATT<sup>167</sup>.

Quando a amostra não é suficientemente grande, à medida que o número de observações aumenta a precisão dos parâmetros e da estimativa também crescem. Quer isto dizer, com o aumento da amostra decorre vantagem imediata e importante pelo facto do erro padrão da estimativa ser decrescente, consoante for maior o número de observações.

Para testar a qualidade de estimação utilizaram-se outras técnicas que, por não se pretender dificultar a explicação, não se descrevem. Nomeadamente, o teste de autocorrelação dos resíduos -teste de 'Durbin-Watson'- fenómeno à partida não esperado, por ser comum em informação cronológica e não seccionada, o teste para verificar fenómenos heterocedásticos - teste de 'White', de multicolinearidade - 'tolerance' e 'Variance Inflation Factor' e o teste de integração e/ou co-integração - 'Unit Root Test'.

Não obstante, os resultados expostos são aqueles que não apresentam quaisquer problemas que possam influenciar a eficiente estimação dos parâmetros, uma vez que o objectivo da análise, para além da identificação das relações entre a estrutura financeira e o desempenho, é o de identificar a intensidade ou qualidade de ajustamento e a direcção da(s) potencial(ais) relação(ões).

Anote-se ser fundamental a estimação correcta, eficiente e não enviesada do coeficiente das variáveis independentes. Esta é uma das razões fundamentais que justifica a exaustiva análise de fenómenos de autocorrelação residual, heterocedasticidade e multicolinearidade.

#### 4.5.4- Análise da correlação canónica não linear

A análise da correlação canónica é adequada para estudar a relação entre grupos de variáveis não-métricas. A técnica estabelece a combinação linear das variáveis de cada um dos grupos independentes entre si tornando-se necessário atender à dimensão da amostra, por exigir um número mínimo de observações.

---

<sup>166</sup>  $R^2$  será a parte explicada pelo modelo.  $(1-R^2)$  será a parte residual.

Os dois grupos de variáveis independentes identificam-se por tipologia do gestor, constituído por oito variáveis, e por opção de estratégia, constituído por dez variáveis.

Ao grupo de variáveis da tipologia do gestor corresponde a combinação linear das variáveis  $X_1, X_2, \dots, X_8$ , dando origem à função canónica (U), seguinte:

$$U = a_1 X_1 + a_2 X_2 + \dots + a_8 X_8$$

Em que, U mede a diferença entre as variáveis X.

Ao grupo de variáveis da opção de estratégia corresponde a combinação linear das variáveis  $Y_1, Y_2, \dots, Y_{10}$ , dando origem à função canónica (V), seguinte:

$$V = b_1 Y_1 + b_2 Y_2 + \dots + b_{10} Y_{10}$$

Em que, V mede a diferença entre as variáveis Y.

As variáveis são escolhidas logo que a correlação entre U e V alcança o maior valor possível.

A melhor escolha para U e V é feita quando as variáveis X e Y estão estandardizadas e a variância é unitária.

A análise da correlação canónica não linear (OVERALS) corresponde à correlação canónica com 'optimal scaling'. O propósito deste procedimento será determinar a semelhança entre conjuntos de variáveis categóricas.

A análise estandardizada da correlação canónica é uma extensão da regressão múltipla, onde o segundo conjunto contém múltiplas e não uma única variável. O objectivo será explicar o máximo possível de variância, na relação entre os dois grupos de variáveis. Inicialmente, são combinadas linearmente, em cada grupo, de forma a que as combinações lineares tenham

---

<sup>167</sup> Teria lugar se a capacidade de captação da variabilidade de MLL/ATT fosse bastante superior.

correlação máxima. Dadas as combinações existentes determinadas outras subsequentes, não correlacionadas com as anteriores, que tenham a maior correlação possível.

A abordagem 'optimal scaling' baseia-se na análise standardizada. Primeiro, o comando OVERALS permite mais do que dois conjuntos de variáveis, ainda que não seja este o caso. Segundo, as variáveis podem assumir diferentes tipologias. Daqui resulta poderem ser analisadas relações não-lineares entre as variáveis. Finalmente, em vez de serem maximizadas as correlações entre os grupos de variáveis estes são comparados com um outro conjunto e definido pelos 'object scores'.

Com a análise da correlação canónica não linear pretende-se, assim, averiguar acerca da interacção entre os grupos de variáveis não-métricas, correspondentes às dimensões-chave, ou seja, pretende-se, neste caso, avaliar a interacção entre a tipologia do gestor e a opção de estratégia.

Para verificar as semelhanças entre os grupos devem analisar-se as indicações de ajustamento e de perda. Referente a cada dimensão e grupo de variáveis, a perda (loss) representa a proporção de variação nos 'scores' que não pode ser explicada pela combinação das variáveis, no grupo. É, também, fornecida a perda média.

Os 'eigenvalues', para cada dimensão, são iguais à unidade menos a perda média verificada em cada dimensão. Indicam o grau de explicação da relação por cada dimensão. A soma dos 'eigenvalues' correspondem ao ajustamento total.

Para a utilização da técnica é necessário que a amostra tenha dimensão mínima. Neste caso, o sector da alimentação é negligenciado, visto não dispor de observações suficientes, em face do número de variáveis que constituem cada grupo.

Na análise utilizam-se siglas, correspondentes a cada uma das variáveis, que compreendem as dimensões-chave da tipologia do gestor e opção de estratégia. São as seguintes essas siglas:

- FORMA\_1- formação;

- ESCLDD – grau de escolaridade;
- COMEMP – comunicação com empregados;
- COMCLIEN- comunicação com clientes;
- AUTRDD - delegação de autoridade;
- DECISÃO – propensão ao risco;
- POLPÇ - política de preços;
- POLPÇ\_1 - política de preços 1990;
- PRODL - linhas de produtos;
- PRODL\_1 - linhas de produtos 1990;
- I\_D – investigação e desenvolvimento;
- I\_D\_1 – investigação e desenvolvimento 1990;
- TECNO – nível tecnológico face à concorrência;
- TECNO\_1 – nível tecnológico face à concorrência 1990;
- NEWPRD - novos produtos;
- NEWPRD\_1 - novos produtos 1990;
- NEWBUS - novos negócios;
- NEWBUS\_1 - novos negócios 1990;
- PRDDEV - novos produtos;
- PRDDEV\_1 - novos produtos 1990;
- MARKET – marketing;
- MARKET\_1 – marketing 1990;
- GEOMKT - novos mercados geográficos;
- GEOMKT\_1 - novos mercados geográficos 1990;
- CANAL - novos canais de distribuição;
- CANAL\_1 - novos canais de distribuição 1990;
- IDAD – idade;
- ANTIG – antiguidade na função.

No teste t, por conveniência, a escala de notação de 1 a 5 foi agrupada em dois escalões, correspondendo um a aposta reduzida ou inexistente e outro a aposta elevada. Para tornar a informação coerente, as variáveis idade e antiguidade na função foram estruturadas da seguinte forma:

- **Idade** (recolhida como variável contínua e posteriormente repartida em 2 escalões etários: até 35 anos e superior a 35, a que corresponde a identificação com nível reduzido e nível elevado;
- **Antiguidade na função** (recolhida como variável contínua e posteriormente repartida em 2 escalões de antiguidade: até 3 anos e superior a 3 anos, a que corresponde a identificação com nível reduzido e nível elevado).

Observe-se a análise dos dados, referentes à relação entre as variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia, correspondendo ao ano de 1997 e que passa a ser identificada como opção 'actual' (Quadro 13).

Quadro 13- Sumário de análise

Summary of Analysis

		Dimension		Sum
		1	2	
Loss	Set 1	,129	,153	,282
	Set 2	,128	,148	,277
	Mean	,128	,151	,279
Eigenvalue		,872	,849	
Fit				1,721

Verifica-se que a relação ('eigenvalue' da 1ª dimensão) / FIT será igual a 50.7%, isto é, a primeira dimensão explica 50.7% do ajustamento, enquanto que a segunda dimensão explica cerca de 49.3%.

Da soma do ajustamento total (1.721) com a perda (0.28) obtém-se o número total de dimensões. Observa-se, portanto, dispor de óptimo ajustamento. Quer isto dizer, que sendo o ajustamento idêntico ao número de dimensões a relação é considerada perfeita, o que quase se verifica.

Outra medida correntemente usada, referente à correlação canónica, não directamente produzida pelo procedimento 'OVERALS' do SPSS, obtém-se a partir dos 'eigenvalues', com base na seguinte expressão:

$$\rho_d = 2 * E_d - 1$$

As siglas representam: ' $\rho_d$ ' a correlação canónica, 'd' a dimensão e 'E' os 'eigenvalues'.

Os pesos ou 'weights', são expressos pelos coeficientes de regressão em cada dimensão, para cada variável quantificada num grupo, comparados face aos 'object scores'. Os 'weights' fornecem indicação quanto à contribuição individual de cada variável na dimensão, dentro de cada grupo. Medem o sinal e a amplitude de cada variável na combinação linear das variáveis, dependentes ou independentes, neste caso duas dimensões. Podem expressar-se por  $U_n = f(X_i)$  e  $Y_n = f(Y_j)$ , com  $n = 1,2,3,\dots,k$ ,  $i = 1,2,\dots,8$  e  $j = 1,2,\dots,10$ . Permite, apenas, averiguar o sinal e a intensidade da relação entre as variáveis, em simultâneo, e as dimensões. Interpretações mais profundas sujeitam-se às mesmas críticas referentes à interpretação dos coeficientes das regressões.

Se os 'weights' permitem apreender o sentido do sinal e a intensidade das relações, os 'loadings' medem a correlação individual de cada variável com cada dimensão, e não conjuntamente como nos 'weights', sendo, por isso, mais úteis na interpretação. Os 'loadings' reflectem a variância que uma variável partilha com a combinação linear de variáveis. Quanto maior o coeficiente de uma variável identificada numa dimensão, maior importância terá para a sua determinação (Quadro 14).

Quadro 14- 'Weights'

		Weights <sup>a</sup>	
		Dimension	
Set		1	2
1	ESCLDD	,199	,167
	COMEMP	-,423	-,063
	COMCLIEN	-,221	-,020
	AUTRDD	,253	,202
	DECISÃO	-,483	,433
	IDAD	-,291	-,193
	ANTIG	,232	,333
	POLPÇ	-,071	,385
2	PRODL	,324	,339
	I_D	-,358	-,017
	TECNO	-,296	-,115
	NEWPRD	,138	,396
	NEWBUS	,242	-,076
	PRDDEV	,521	-,243
	MARKET	-,306	,385
	GEOMKT	-,638	-,292
	CANAL	-,186	,615

a. Multiple nominal variables are not included in the table.

Observa-se claramente a maior ou menor contribuição dada pelas variáveis a cada uma das



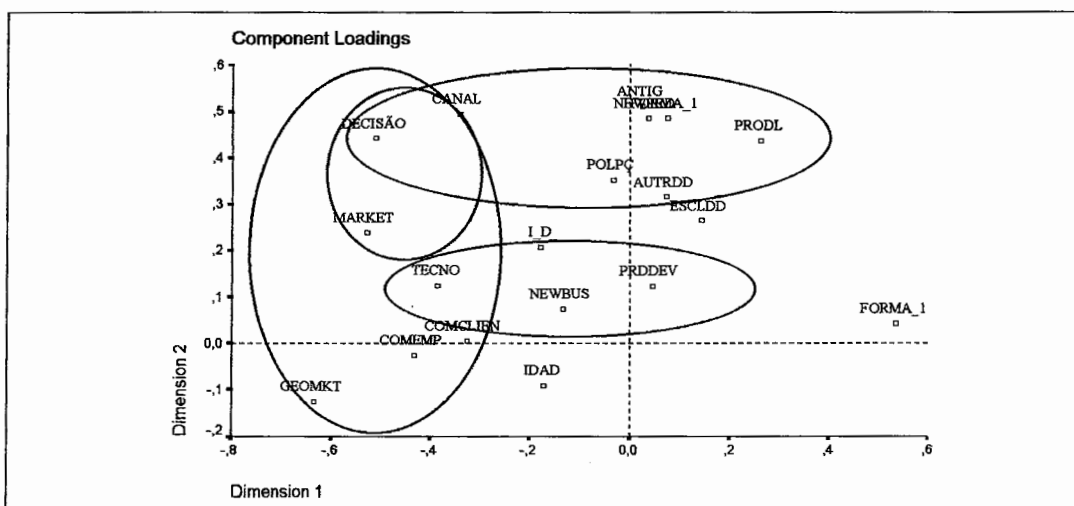
dimensões. Por exemplo, a comunicação com empregados (COMEMP) contribuirá muito mais para a primeira dimensão, neste caso de forma negativa, tal como as despesas em marketing (MARKET), que, por sua vez, contribuem positivamente para a segunda dimensão. Dir-se-á que a primeira dimensão se identifica com orientação visando a estabilidade e o conservadorismo e que a segunda dimensão com atitudes orientadas para a expansão e diversificação.

Se a primeira dimensão é marcada pela influência negativa da comunicação, da propensão ao risco, da inovação e da expansão e positivamente pela diversificação, já a segunda dimensão será marcada pela associação positiva de variáveis como a propensão ao risco, a política de preços, a aposta em novos produtos, em marketing e em novos canais de distribuição.

Comparando as duas verifica-se que a primeira dimensão é simétrica da segunda, ou seja poderá dizer-se que se está perante uma dimensão conservadora *versus* uma dimensão expansionista.

As coordenadas das diferentes variáveis podem visualizar-se graficamente, antes de aplicadas restrições ordinais ou lineares. Estes valores são minimizadores e, por isso, não restringidos pelas perdas (Gráfico 1).

Gráfico 1- Mapa perceptual referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (actual), amostra global<sup>168</sup>



<sup>168</sup> Para analisar os restantes resultados produzidos, consultar o Anexo 10- Dados apurados com a técnica da correlação canónica, aplicada à amostra global.



## 4.6- Caracterização da amostra

### 4.6.1- Introdução

Os gestores das empresas que constituem a amostra têm em média 52 anos, ocupam funções, em média, há 13,5 anos, repartindo-se, cerca de 37% e de igual modo, pelas áreas da engenharia e gestão e cerca de 73% com escolaridade igual ou superior ao 2.º ciclo licel ou equivalente.

Os gestores do sector da química e plásticos apresentam o mais elevado nível médio de idade, com cerca de 55 anos e maior antiguidade na função, em média com 15,8 anos, ao passo que o sector da metalurgia e metalomecânica apresenta gestores com média de idades de 50 anos e cerca de 12,5 anos na função.

Quanto ao tipo de formação é notória a diferença dos gestores provenientes dos sectores da química e plásticos e metalurgia e metalomecânica, orientados para as áreas maioritariamente da produção e finanças, com cerca de 60%, face aos sectores da alimentação com cerca de 63% nas áreas da produção e outras e o sector dos têxteis e confecções com cerca de 62% nas áreas da produção e marketing.

O sector da química e plásticos dispõe cerca de 55% dos seus gestores com formação superior, o sector da metalurgia e metalomecânica cerca de 45%, o sector da alimentação cerca de 44% e o sector dos têxteis e confecções cerca de 29%. Verifica-se, por outro lado, que o sector da alimentação apresenta cerca de 25% dos gestores com formação ao nível do ensino básico enquanto os restantes apresentam cerca de 13 a 15%.

Importa, portanto, caracterizar as principais grandezas referentes a cada uma das dimensões-chave. Para isso, começa-se por analisar a amostra global à qual segue a correspondente caracterização de cada um dos sectores de actividade, ou seja, alimentação, têxteis e confecções, química e plásticos e metalurgia e metalomecânica. Em cada um destes passos, apresenta-se a evolução, no período em análise, de cada uma das variáveis que constituem a tipologia do gestor, a opção de estratégia, a estrutura financeira e o desempenho e referem-se

aquelas com maior evidencia<sup>169</sup>.

#### 4.6.2- Amostra global

A amostra global é constituída por informação recolhida, através de questionário, de 132 médias empresas portuguesas, predominantemente industriais, de quatro sectores de actividade, que respeitam os requisitos técnicos definidos para a amostra (Quadro 15).

Quadro 15- Opção de estratégia e tipologia do gestor, amostra global

	1		2		3		4		5		Total	
	Casos	%	Casos	%	Casos	%	Casos	%	Casos	%	Casos	%
Comunicação com empregados	7	5,5%	14	10,9%	47	36,7%	44	34,4%	16	12,5%	128	100,0%
Comunicação com Clientes	7	5,5%	8	6,3%	33	26,0%	48	37,8%	31	24,4%	127	100,0%
Delegação de autoridade	3	2,3%	12	9,4%	54	42,2%	46	35,9%	13	10,2%	128	100,0%
Propensão ao risco	3	2,4%	14	11,1%	49	38,9%	44	34,9%	16	12,7%	126	100,0%
Política de preços 97			12	9,2%	81	61,8%	34	26,0%	4	3,1%	131	100,0%
Política de preços 90	1	1,0%	13	12,6%	61	59,2%	25	24,3%	3	2,9%	103	100,0%
Linha de produtos 97	9	6,9%	8	6,2%	45	34,6%	42	32,3%	26	20,0%	130	100,0%
Linha de produtos 90	13	13,8%	14	14,9%	36	38,3%	23	24,5%	8	8,5%	94	100,0%
I & D97	10	11,9%	16	19,0%	18	21,4%	31	36,9%	9	10,7%	84	100,0%
I & D90	11	21,2%	20	38,5%	15	28,8%	4	7,7%	2	3,8%	52	100,0%
Nível tecnológico da empresa face à concorrência	3	2,3%	10	7,6%	25	18,9%	67	50,8%	27	20,5%	132	100,0%
Nível tecnológico da empresa face à concorrência	7	6,9%	18	17,8%	43	42,6%	26	25,7%	7	6,9%	101	100,0%
Desenvolvimento de novos produtos 97	6	6,0%	9	9,0%	37	37,0%	37	37,0%	11	11,0%	100	100,0%
Desenvolvimento de novos produtos 90	12	18,2%	17	25,8%	26	39,4%	10	15,2%	1	1,5%	66	100,0%
Novos negócios 97	29	40,3%	11	15,3%	13	18,1%	15	20,8%	4	5,6%	72	100,0%
Novos negócios 90	19	55,9%	8	23,5%	6	17,6%	1	2,9%			34	100,0%
Desenvolvimento dos produtos existentes 97	3	2,5%	8	6,6%	35	28,9%	58	47,9%	17	14,0%	121	100,0%
Desenvolvimento dos produtos existentes 90	11	12,9%	22	25,9%	37	43,5%	11	12,9%	4	4,7%	85	100,0%
Despesas em marketing 97	18	19,8%	13	14,3%	21	23,1%	29	31,9%	10	11,0%	91	100,0%
Despesas em marketing 90	23	42,6%	13	24,1%	14	25,9%	3	5,6%	1	1,9%	54	100,0%
Aposta em novos mercados Geográficos 97	10	9,2%	17	15,6%	30	27,5%	34	31,2%	18	16,5%	109	100,0%
Aposta em novos mercados Geográficos 90	17	22,7%	28	37,3%	16	21,3%	10	13,3%	4	5,3%	75	100,0%
Aposta em novos canais de Distribuição 97	8	8,4%	8	8,4%	30	31,6%	33	34,7%	16	16,8%	95	100,0%
Aposta em novos canais de Distribuição 90	11	18,6%	21	35,6%	17	28,8%	6	10,2%	4	6,8%	59	100,0%

O número de empresas por sector, que constituem a amostra, é diferenciado, o que ocasiona dificuldades quanto à análise dos dados (Quadro 16).

<sup>169</sup> Os resultados constam de informação descritiva, ver Anexo 3- Dados da amostra.

Quadro 16- Sector de actividade

Texteis e Confeções	Frequency	Percent
Metalurgia e Metalomecânica	32	24%
Química e Plásticos	27	20%
Alimentação	16	12%
Total	132	100%

Por tal facto, a avaliação referente à tipologia do gestor e opção de estratégia do sector da alimentação, constituído por variáveis não métricas, será excluído da avaliação, por não respeitar as hipóteses de normalidade e homogeneidade da correlação canónica não linear.

Quanto ao perfil das empresas em estudo, referente ao ano de 1997, por sector de actividade, evidenciando os indicadores do activo líquido e do volume de vendas, em média, o sector da química e plásticos apresenta um activo líquido superior em cerca de 160% em relação às empresas dos restantes sectores.

No que respeita ao volume de vendas, fazendo a média das vendas das empresas com valor próximo, caso das pertencentes aos sectores dos têxteis e confeções e metalurgia e metalomecânica e, por outro lado, alimentação e química e plásticos, verifica-se que o valor médio das vendas das empresas dos sectores da alimentação e química e plásticos apresentam valor superior em cerca de 45%, face às restantes.

As empresas do sector dos têxteis e confeções, em 1997, apresentavam menor dimensão, em termos médios, do activo líquido, com cerca de 840.000 contos e do volume de vendas com cerca de 917.000 contos (Quadro 17).

Quadro 17- Médias do activo líquido e volume de vendas, por sector de actividade

*Mean*

	<b>Activo Líquido 1997</b>	<b>Volume de Vendas 1997</b>
Alimentação	966,179	1,482,778
Têxteis	839,095	916,940
Química	2,378,056	1,333,164
Metalurgia	936,710	1,021,342

#### 4.6.2.1- Tipologia do gestor

Na globalidade da amostra, 37% dos gestores têm formação em produção e operações, base tecnológica, seguindo-se 20% dos gestores com formação em contabilidade e finanças, base não tecnológica, e 43% com diverso tipo de formação.

A nível do grau de escolaridade, 33% dos gestores indicam ter o 2º ciclo liceal ou equivalente, seguindo-se 26% dos gestores com licenciatura e 41% com outro nível diverso de escolaridade.

Referente à comunicação com os empregados, verifica-se a tendência para indicar respostas orientadas para a parte central da escala de 1 a 5, dado que 37% dos gestores que responderam declararam 3 e 34% declararam 4.

Já quanto à comunicação com os clientes, 62% dos gestores declararam respostas de elevada comunicação com empregados, pontuação 4 ou 5, na escala de 1 a 5.

Referindo a delegação de autoridade constatou-se que 54% dos gestores declararam nível de delegação inferior ou igual a 3, na escala de 1 a 5.

Quanto à tomada de decisão estratégica, os gestores que responderam orientam-se segundo dois grupos distintos, ou seja, cerca de metade indicou um nível inferior ou igual a 3 e a

outra parte um nível 4 ou 5 com elevada propensão ao risco.

#### 4.6.2.2- Opção de estratégia

A maioria dos gestores indica praticar política de preços reduzidos, ou seja, 71% declarou níveis de preços com 2 ou 3, reportando à escala de 1 a 5. Por sua vez, apenas quatro gestores referiram seguir elevada política de preços, nível 5, tendo trinta e cinco gestores declarado nível 4.

Quanto ao desenvolvimento de linhas de produtos, verifica-se tendência para indicar os coeficientes centrais da escala, respectivamente 34,5% referiram 3 e 32% das respostas anotaram nível 4.

No que respeita à aposta em investigação e desenvolvimento (I&D), as respostas apresentam-se dispersas, com cerca de metade a declarar tendência reduzida, correspondente à escala até nível 3, e a outra metade a indicar tendência elevada, referente aos coeficientes 4 e 5.

A opção pela tecnologia ou automatização aparece com grande expressão na medida em que 71% das indicações vão no sentido de forte opção, correspondente ao 4 e 5 na escala de 1 a 5.

Já quanto ao desenvolvimento de novos produtos ou serviços verifica-se nova divisão, em que cerca de metade dos gestores indicam opção tendencialmente fraca, correspondente aos coeficientes 1, 2 e 3 e a outra metade opção tendencialmente forte, referente aos coeficientes 4 e 5, na escala de 1 a 5.

Referindo os novos negócios, 74% dos gestores declararam apostar tendencialmente pouco nesta opção de estratégia, correspondente aos coeficientes 1, 2 e 3 da escala.

Quanto ao desenvolvimento de produtos existentes a indicação vai no sentido de 62% dos gestores fazerem esta opção de estratégia, correspondente aos coeficientes 4 e 5.

A opção pelo marketing reparte a tendência nesta aposta estratégica, com 57% a indicar não ser prioritária, referente a 1, 2 e 3 na escala.

A aposta na expansão para novos mercados geográficos e em canais de distribuição, em ambos, os gestores voltam a dividir-se, com cerca de metade das indicações tendencialmente reconhecidas como opção fraca, coeficientes 1, 2 e 3 na escala de 1 a 5, e a outra metade tida como opção forte, coeficientes 4 e 5.

#### 4.6.2.3- Estrutura financeira

Feito o tratamento das variáveis que constituem as dimensões-chave da estrutura financeira e do desempenho, determinou-se a sua média (Quadro 18).

Quadro 18- Média

##### *Média*

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
ca_cp	4.40	3.58	2.59	5.05	2.46	2.19	3.79	3.00
cae_ca	,24	,21	,19	,21	,21	,23	,22	,25
pt_ca	,15	,19	,20	,18	,17	,18	,19	,19
ai_att	,36	,39	,39	,40	,39	,40	,38	,37
rcp	,04	,03	,27	2,96	,30	,17	-,34	,41
rat	,49	1,50	,35	,54	,69	,28	,33	,99
rvv	-,12	-,02	,11	,14	,21	,10	,34	,13
mll_att	,36	,72	,25	,40	1,43	,35	,34	1,23
vv_att	1,98	1,73	2,27	1,65	2,74	1,59	1,58	1,91

A nível da variável CA/CP, regista, em especial no ano de 1993, um crescimento, em média, extraordinário, decorrente da situação excepcional verificada no sector dos têxteis e confecções. Com esta excepção verifica-se um crescimento gradual do capital próprio até 1995 ao que segue o crescimento notório do endividamento (Gráfico 2).

Gráfico 2- Evolução da variável CA/CP



Já quanto à variável CAE/CA decresceu até 1992, ou seja baixou o endividamento a médio e longo prazos, registrando nos anos seguintes uma viragem com tendência crescente, alternando subidas e descidas (Gráfico 3).

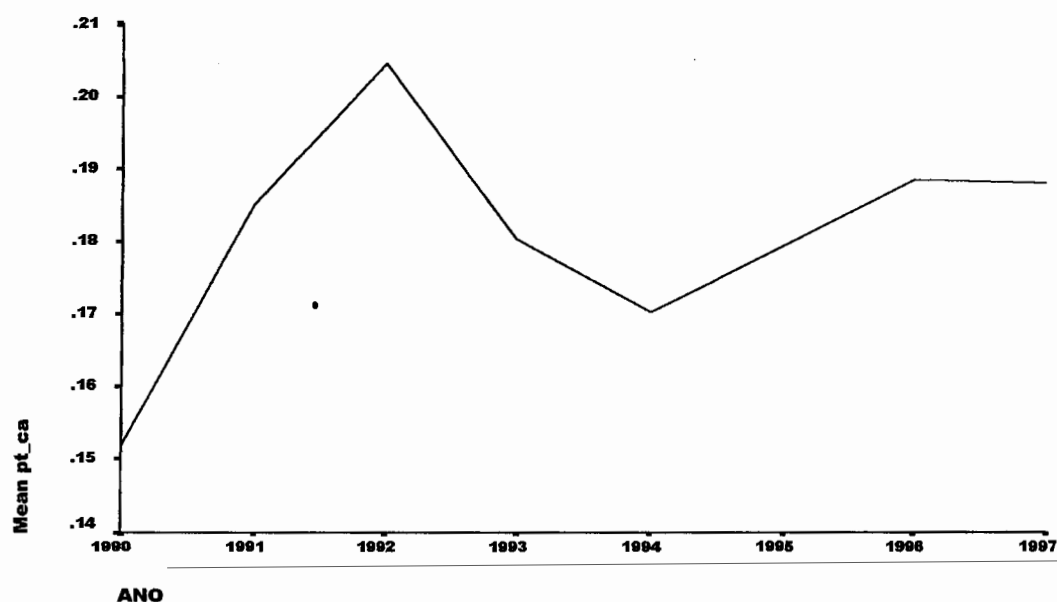
Gráfico 3-Evolução da variável CAE/CA





A variável PT/CA apresenta tendência crescente devido ao aumento do endividamento de curto prazo, em média até 1993, seguida de tendência decrescente, em especial devido ao aumento dos capitais alheios (Gráfico 4).

Gráfico 4- Evolução da variável PT/CA



Quanto à variável AI/ATT verifica-se o seu crescimento até 1992 seguido de decrescimento, neste caso por força do aumento do activo total da empresa (Gráfico 5).

Gráfico 5- Evolução da variável AI/ATT



#### 4.6.2.4- Desempenho

Na amostra global, o ano de 1993 é afectado pelos resultados verificados no sector dos têxteis e confecções, bem como o ano de 1996, em sentido contrário, quanto à variável RCP (Gráfico 6).

Gráfico 6- Evolução da variável RCP



Referindo a variável RAT verifica-se oscilação acentuada, com subidas e descidas, tendo, porém, a partir de 1995 movimento sempre ascendente (Gráfico 7).

Gráfico 7- Evolução da variável RAT



Em relação à rentabilidade das vendas observa-se que nos dois primeiros anos é negativa com tendência francamente crescente, embora evidencie ligeiras quebras em 1995 e 1997 (Gráfico 8).

Gráfico 8- Evolução da variável RVV



A variável MLL/ATT apresenta movimentos oscilantes, nas médias, verificando-se serem os anos de 1994 e 1997 influenciados marcadamente pelas empresas do sector dos têxteis e confecções sem o que os valores seriam relativamente constantes (Gráfico 9).

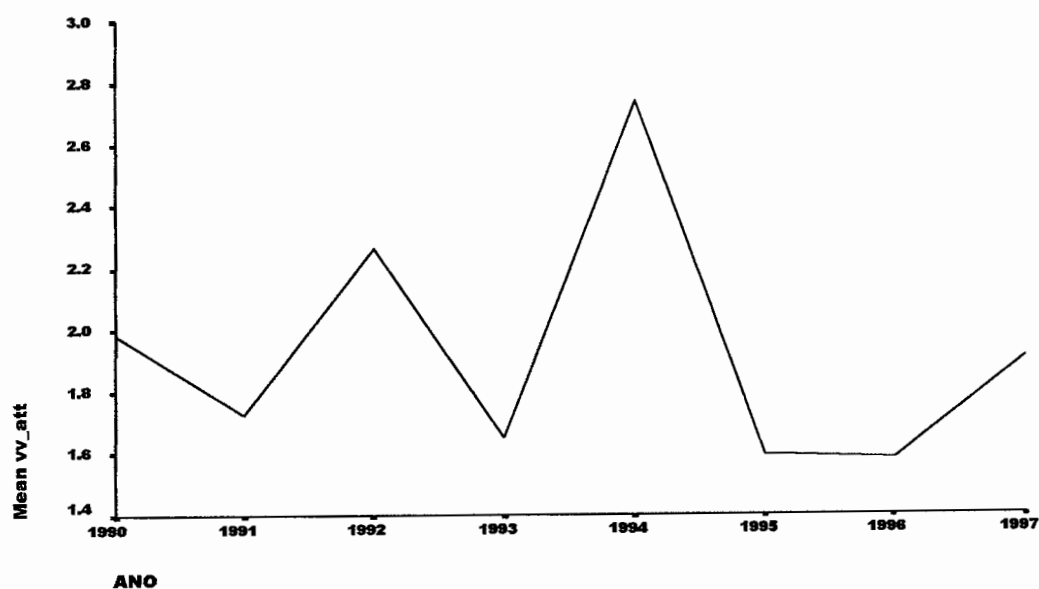
Gráfico 9- Evolução da variável MLL/ATT



Finalmente, observando o indicador da rotação do activo da empresa (VV/ATT) constata-se

que o movimento é muito semelhante ao verificado em relação à variável MLL/ATT (Gráfico 10).

Gráfico 10- Evolução da variável VV/ATT



#### 4.6.3- Contribuição de cada um dos sectores de actividade

##### 4.6.3.1- Tipologia do Gestor

Quadro 19- Dados referentes às variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia

		1		2		3		4		5		Total	
		Casos	%	Casos	%	Casos	%	Casos	%	Casos	%	Casos	%
Alimentação	Comunicação com empregados	1	6,3%	3	18,8%	6	37,5%	5	31,3%	1	6,3%	16	100,0%
	Comunicação com Clientes			3	18,8%	4	25,0%	8	60,0%	1	6,3%	16	100,0%
	Delegação de autoridade			2	12,5%	7	43,8%	6	37,6%	1	6,3%	16	100,0%
	Propensão ao risco			3	18,8%	6	37,5%	6	37,5%	1	6,3%	16	100,0%
	Política de preços 97			2	12,5%	9	56,3%	4	26,0%	1	6,3%	16	100,0%
	Política de preços 90			2	20,0%	5	60,0%	3	30,0%			10	100,0%
	Linha de produtos 97			1	6,7%	7	46,7%	5	33,3%	2	13,3%	16	100,0%
	Linha de produtos 90	1	9,1%			6	46,6%	5	46,6%			11	100,0%
	I & D97	1	14,3%	3	42,8%	1	14,3%	2	28,6%			7	100,0%
	I & D90					2	66,7%	1	33,3%			3	100,0%
	Nível tecnológico da empresa face à concorrência 97			1	6,3%	5	31,3%	6	37,6%	4	25,0%	16	100,0%
	Nível tecnológico da empresa face à concorrência 90	1	9,1%	1	9,1%	3	27,3%	4	36,4%	2	18,2%	11	100,0%
	Desenvolvimento de novos produtos 97			3	27,3%	5	46,5%	3	27,3%			11	100,0%
	Desenvolvimento de novos produtos 90	2	26,0%	1	12,5%	4	60,0%	1	12,6%			8	100,0%
	Novos negócios 97	4	44,4%	3	33,3%	1	11,1%	1	11,1%			9	100,0%
	Novos negócios 90	3	75,0%			1	25,0%					4	100,0%
	Desenvolvimento dos produtos existentes 97	2	15,4%	1	7,7%	4	30,8%	6	48,2%			13	100,0%
	Desenvolvimento dos produtos existentes 90	3	37,5%	1	12,5%	3	37,6%	1	12,6%			8	100,0%
	Despesas em marketing 97	2	25,0%			2	26,0%	3	37,6%	1	12,6%	8	100,0%
	Despesas em marketing 90					3	100,0%					3	100,0%
	Aposta em novos mercados Geográficos 97	1	9,1%	3	27,3%	4	36,4%	3	27,3%			11	100,0%
	Aposta em novos mercados Geográficos 90	3	37,5%	2	25,0%	2	25,0%	1	12,5%			8	100,0%
	Aposta em novos canais de Distribuição 97	1	8,3%	1	8,3%	4	33,3%	5	41,7%	1	8,3%	12	100,0%
	Aposta em novos canais de Distribuição 90	2	25,0%	2	25,0%	2	25,0%	2	25,0%			8	100,0%
Texteis e Confeções	Comunicação com empregados	1	1,8%	8	14,3%	18	33,9%	18	33,9%	9	16,1%	56	100,0%
	Comunicação com Clientes	4	7,1%			18	33,9%	17	30,4%	16	28,6%	56	100,0%
	Delegação de autoridade			3	5,5%	27	49,1%	20	36,4%	6	9,1%	65	100,0%
	Propensão ao risco	1	1,8%	5	9,1%	26	47,3%	17	30,9%	6	10,8%	66	100,0%
	Política de preços 97			5	8,8%	35	61,4%	15	26,3%	2	3,6%	57	100,0%
	Política de preços 90			6	12,2%	29	56,2%	13	26,5%	1	2,0%	48	100,0%
	Linha de produtos 97	3	5,3%	3	5,3%	22	38,6%	18	33,3%	10	17,5%	57	100,0%
	Linha de produtos 90	8	17,8%	9	20,0%	17	37,8%	9	20,0%	2	4,4%	46	100,0%
	I & D97	4	10,0%	4	10,0%	10	25,0%	16	45,0%	4	10,0%	40	100,0%
	I & D90	5	16,1%	12	38,7%	11	35,5%	2	6,5%	1	3,2%	31	100,0%
	Nível tecnológico da empresa face à concorrência 97	1	1,8%	4	7,0%	11	19,3%	32	66,1%	9	15,8%	57	100,0%
	Nível tecnológico da empresa face à concorrência 90	4	8,3%	11	22,9%	17	35,4%	11	22,9%	5	10,4%	49	100,0%
	Desenvolvimento de novos produtos 97	4	9,8%	1	2,4%	14	34,1%	17	41,5%	5	12,2%	41	100,0%
	Desenvolvimento de novos produtos 90	5	17,2%	8	27,6%	12	41,4%	3	10,3%	1	3,4%	28	100,0%
	Novos negócios 97	12	48,2%	2	7,7%	4	15,4%	7	26,9%	1	3,8%	26	100,0%
	Novos negócios 90	8	57,1%	5	35,7%	1	7,1%					14	100,0%
	Desenvolvimento dos produtos existentes 97			1	1,9%	18	35,8%	21	39,6%	12	22,6%	53	100,0%
	Desenvolvimento dos produtos existentes 90	5	11,9%	10	23,8%	22	52,4%	2	4,8%	3	7,1%	42	100,0%
	Despesas em marketing 97	4	10,8%	9	24,3%	8	21,6%	13	35,1%	3	8,1%	37	100,0%
	Despesas em marketing 90	8	32,0%	6	24,0%	9	36,0%	2	8,0%			25	100,0%
	Aposta em novos mercados Geográficos 97	2	4,0%	9	18,0%	12	24,0%	18	36,0%	9	18,0%	50	100,0%
	Aposta em novos mercados Geográficos 90	9	23,1%	17	43,6%	7	17,9%	5	12,8%	1	2,6%	39	100,0%
	Aposta em novos canais de Distribuição 97	2	4,8%	5	11,9%	14	33,3%	11	26,2%	10	23,8%	42	100,0%
	Aposta em novos canais de Distribuição 90	7	23,3%	13	43,3%	6	20,0%	1	3,3%	3	10,0%	30	100,0%
Química e Plásticos	Comunicação com empregados	2	7,7%	1	3,8%	11	42,3%	8	30,8%	4	15,4%	26	100,0%
	Comunicação com Clientes	2	7,7%	4	15,4%	5	19,2%	8	30,8%	7	26,9%	28	100,0%
	Delegação de autoridade	1	3,7%	5	18,5%	9	33,3%	8	29,6%	4	14,8%	27	100,0%
	Propensão ao risco	1	3,7%	1	3,7%	9	33,3%	10	37,0%	6	22,2%	27	100,0%
	Política de preços 97			2	7,4%	18	66,7%	7	25,9%			27	100,0%
	Política de preços 90	1	5,9%	2	11,8%	11	64,7%	3	17,6%			17	100,0%
	Linha de produtos 97	2	7,4%	1	3,7%	8	29,6%	9	33,3%	7	25,9%	27	100,0%
	Linha de produtos 90	1	7,1%			7	50,0%	4	28,6%	2	14,3%	14	100,0%
	I & D97	3	17,8%	4	23,5%	4	23,5%	3	17,6%	3	17,6%	17	100,0%
	I & D90	2	40,0%	3	60,0%							5	100,0%
	Nível tecnológico da empresa face à concorrência 97			3	11,1%	5	18,5%	9	33,3%	10	37,0%	27	100,0%
	Nível tecnológico da empresa face à concorrência 90			3	20,0%	9	60,0%	3	20,0%			15	100,0%
	Desenvolvimento de novos produtos 97	1	4,0%	2	8,0%	10	40,0%	8	32,0%	4	16,0%	25	100,0%
	Desenvolvimento de novos produtos 90	4	33,3%	3	25,0%	3	25,0%	2	16,7%			12	100,0%
	Novos negócios 97	9	50,0%	3	16,7%	2	11,1%	3	16,7%	1	5,6%	18	100,0%
	Novos negócios 90	4	80,0%	1	20,0%							5	100,0%
	Desenvolvimento dos produtos existentes 97	1	4,0%	2	8,0%	8	32,0%	12	48,0%	2	8,0%	25	100,0%
	Desenvolvimento dos produtos existentes 90	2	16,7%	2	16,7%	6	50,0%	2	16,7%			12	100,0%
	Despesas em marketing 97	6	30,0%	1	5,0%	3	15,0%	7	35,0%	3	15,0%	20	100,0%
	Despesas em marketing 90	2	28,6%	5	71,4%							7	100,0%
	Aposta em novos mercados Geográficos 97	6	25,0%	2	8,3%	8	33,3%	6	25,0%	2	8,3%	24	100,0%
	Aposta em novos mercados Geográficos 90	3	27,3%	5	45,5%	2	18,2%			1	9,1%	11	100,0%
	Aposta em novos canais de Distribuição 97	5	25,0%	1	5,0%	7	35,0%	5	25,0%	2	10,0%	20	100,0%
	Aposta em novos canais de Distribuição 90			2	28,6%	5	71,4%					7	100,0%
Metalurgia e Metalomecânica	Comunicação com empregados	3	10,0%	2	6,7%	11	36,7%	12	40,0%	2	6,7%	30	100,0%
	Comunicação com Clientes	1	3,4%	1	3,4%	5	17,2%	15	51,7%	7	24,1%	29	100,0%
	Delegação de autoridade	2	6,7%	2	6,7%	11	36,7%	12	40,0%	3	10,0%	30	100,0%
	Propensão ao risco	1	3,6%	5	17,9%	8	28,6%	11	39,3%	3	10,7%	28	100,0%
	Política de preços 97			3	9,7%	19	61,3%	8	25,8%	1	3,2%	31	100,0%
	Política de preços 90			3	11,1%	16	59,3%	6	22,2%	2	7,4%	27	100,0%
	Linha de produtos 97	4	12,9%	3	9,7%	8	25,8%	9	29,0%	7	22,6%	31	100,0%
	Linha de produtos 90	3	12,5%	5	20,8%	7	29,2%	5	20,8%	4	16,7%	24	100,0%
	I & D97	2	10,0%	5	25,0%	3	15,0%	8	40,0%	2	10,0%	20	100,0%
	I & D90	4	30,8%	5	38,5%	2	15,4%	1	7,7%	1	7,7%	13	100,0%
	Nível tecnológico da empresa face à concorrência 97	2	6,3%	2	6,3%	4	12,5%	20	62,5%	4	12,5%	32	100,0%
	Nível tecnológico da empresa face à concorrência 90	2	7,4%	3	11,1%	14	51,9%	8	28,6%			27	100,0%
	Desenvolvimento de novos produtos 97	1	4,3%	3	13,0%	8	34,8%	9	39,1%	2	8,7%	23	100,0%
	Desenvolvimento de novos produtos 90	1	5,9%	5	28,4%	7	41,2%	4	23,5%			17	100,0%
	Novos negócios 97	4	21,1%	3	15,8%	6	31,6%	4	21,1%	2	10,5%	19	100,0%
	Novos negócios 90	4	38,4%	2	18,2%	4	36,4%	1	9,1%			11	100,0%
	Desenvolvimento dos produtos existentes 97			4	13,3%	4	13,3%	19	63,3%	3	10,0%	30	100,0%
	Desenvolvimento dos produtos existentes 90	1	4,3%	9	39,1%	6	26,1%	6	26,1%	1	4,3%	23	100,0%
	Despesas em marketing 97	6	23,1%	3	11,5%	8	30,9%	6	23,1%	3	11,5%	26	100,0%
	Despesas em marketing 90	13	68,4%	2	10,5%	2	10,5%	1	5,3%	1	5,3%	19	100,0%
	Aposta em novos mercados Geográficos 97	1	4,2%	3	12,5%	8	25,0%	7	29,2%	7	29,2%	24	100,0%
	Aposta em novos mercados Geográficos 90	2	11,8%	4	23,5%	5	29,4%	4	23,5%	2	11,8%	17	100,0%
	Aposta em novos canais de Distribuição 97			1	4,8%	5	23,8%	12	57,1%	3	14,3%	21	100,0%
	Aposta em novos canais de Distribuição 90	2	14,3%	4	28,6%	4	28,6%	3	21,4%	1	7,1%	14	100,0%

Quanto à tipologia do gestor podem observar-se os dados referentes às diferentes variáveis e diversos sectores de actividade e relevar aqueles evidentes, tendo em conta o critério de aposta reduzida, notação de 1 a 3, e aposta elevada, notação 4 e 5 (Quadro 18).

#### 4.6.3.2- Opção de estratégia

Comparando os diferentes sectores e concentrando atenção apenas em algumas das diferenças, pouco significativas dada a dimensão da amostra, a nível das opções de estratégia, nomeadamente no que respeita à I&D, ao desenvolvimento dos produtos existentes e à aposta em novos mercados geográficos, como é visível, o sector da alimentação aposta menos em qualquer das três opções de estratégia (Quadro 19)<sup>170</sup>.

Quadro 20- Dados referentes a variáveis relevantes de opção de estratégia

Col %		Sector de Actividade				Total
		Alimentação	Texteis e Confeções	Química e Plásticos	Metalurgia e Metalomecânica	
I&D	Reduzido(a)	87,5%	61,4%	77,8%	68,8%	69,7%
	Elevado(a)	12,5%	38,6%	22,2%	31,3%	30,3%
Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Desenvolvimento dos Produtos Existentes	Reduzido(a)	62,5%	42,1%	48,1%	31,3%	43,2%
	Elevado(a)	37,5%	57,9%	51,9%	68,8%	56,8%
Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Aposta em Novos Mercados Geográficos	Reduzido(a)	81,3%	52,6%	70,4%	56,3%	60,6%
	Elevado(a)	18,8%	47,4%	29,6%	43,8%	39,4%
Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Porém, as diferenças não são significativas. Recorrendo ao teste do  $\lambda^2$  (qui quadrado) conclui-se que, apesar de estarem mais próximas da dependência, vejam-se os quadros seguintes, as variáveis do sector e as restantes opções de estratégia são independentes. Ou seja, o facto de pertencer a um determinado sector de actividade não influencia estas opções de estratégia (Quadros 20, 21 e 22).

<sup>170</sup> Para consultar os resultados das restantes variáveis, ver Anexo 8- Comparação da tipologia do gestor e opção de estratégia, por sectores.

Quadro 21- Investigação e desenvolvimento, sector de actividade. Teste do qui quadrado

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	5,106 <sup>a</sup>	3	,164
Likelihood Ratio	5,502	3	,138
Linear-by-Linear Association	,059	1	,808
N of Valid Cases	132		

a. 1 cells (12,5%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 4,85.

Quadro 22- Desenvolvimento de produtos existentes, sector de actividade. Teste do qui quadrado

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	4,589 <sup>a</sup>	3	,204
Likelihood Ratio	4,624	3	,201
Linear-by-Linear Association	2,776	1	,096
N of Valid Cases	132		

a. 0 cells (,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 6,91.

Quadro 23- Aposta em novos mercados geográficos, sector de actividade. Teste do qui quadrado

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	5,707 <sup>a</sup>	3	,127
Likelihood Ratio	6,027	3	,110
Linear-by-Linear Association	,386	1	,534
N of Valid Cases	132		

a. 0 cells (,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 6,30.

Todas as restantes relações entre cada sector de actividade e as outras variáveis de tipologia do gestor e opção de estratégia apresentam resultados ainda mais concludentes, de completa independência entre as variáveis, face à amostra recolhida<sup>171</sup>.

Aliás, a descrição realizada evidencia, para esta dimensão de amostra, a inexistência de quaisquer relações de independência entre o sector de actividade e as variáveis quer de tipologia do gestor quer de opção de estratégia.

#### 4.6.3.3- Estrutura financeira

Realizado o tratamento das variáveis que constituem as dimensões-chave de estrutura financeira e de desempenho, determinou-se a sua média, por sector de actividade, ao longo do período (Quadro 23).

---

<sup>171</sup> Para analisar os resultados ver o Anexo 5- Teste t, por sector de actividade.



Quadro 24- Dados referentes às variáveis de estrutura financeira e de desempenho, por sector de actividade.

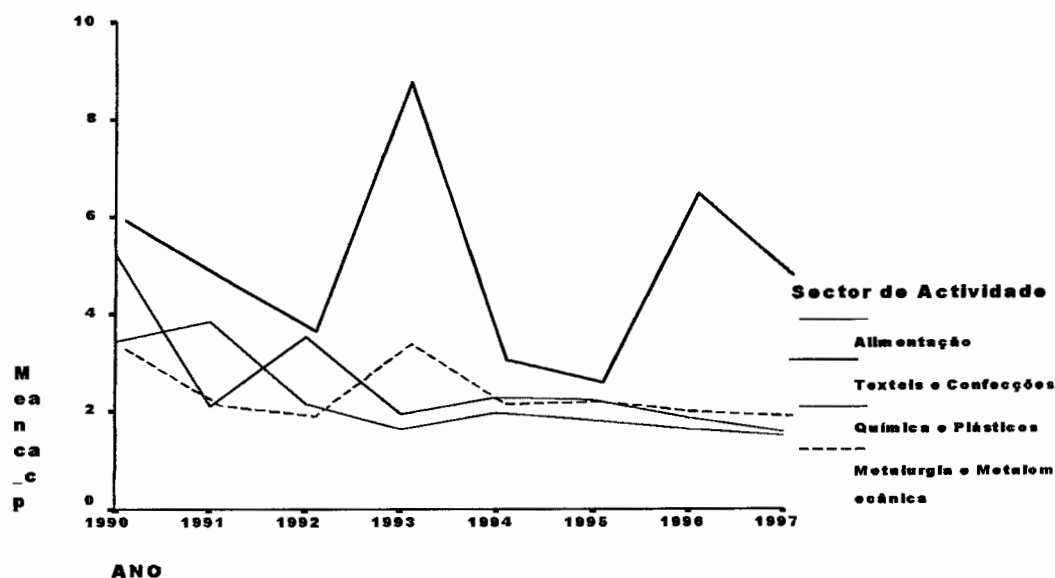
*Média*

		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Média Global
Alimentação	ca_cp	5.23	2.14	3.55	1.98	2.31	2.26	1.89	1.61	2.60
	cae_ca	.24	.17	.22	.29	.27	.30	.29	.26	.25
	pt_ca	.24	.22	.22	.14	.20	.19	.15	.11	.18
	ai_att	.52	.51	.46	.44	.46	.44	.42	.41	.46
	rcp	-.50	.15	.41	.44	.47	.51	.25	.48	.28
	rat	.07	.06	.09	.08	.08	.07	.06	.06	.07
	rvv	.00	.00	.01	.02	.02	.02	.01	.02	.01
	mll_att	.08	.08	.10	.09	.10	.10	.09	.10	.09
	vv_att	2.59	2.54	2.48	2.29	2.13	2.05	2.13	2.06	2.28
Texteis e Confeções	ca_cp	5.72	4.60	3.48	30.91	2.88	2.41	6.29	4.62	7.61
	cae_ca	.24	.24	.21	.21	.22	.25	.23	.30	.24
	pt_ca	.13	.16	.21	.19	.18	.21	.21	.22	.19
	ai_att	.32	.34	.34	.36	.34	.39	.38	.37	.36
	rcp	.04	-.03	.36	6.88	.41	.11	-.97	.66	.93
	rat	.98	3.25	.43	1.02	1.43	.49	.59	2.11	1.29
	rvv	-.29	-.14	.05	.29	.42	.16	.74	.23	.18
	mll_att	.68	1.51	.23	.64	3.11	.62	.53	2.65	1.24
	vv_att	2.36	1.87	1.60	1.80	4.36	1.63	1.53	2.43	2.20
Química e Plásticos	ca_cp	3.44	3.87	2.17	1.67	1.99	1.84	1.65	1.52	2.27
	cae_ca	.19	.21	.20	.21	.18	.16	.17	.21	.19
	pt_ca	.14	.19	.15	.14	.14	.14	.16	.19	.16
	ai_att	.33	.39	.38	.40	.40	.37	.36	.32	.37
	rcp	.22	-.04	.16	.02	.17	.17	.14	.14	.12
	rat	.14	.15	.50	.15	.12	.16	.21	.11	.19
	rvv	.00	.15	.07	.00	.03	.09	.06	.04	.06
	mll_att	.14	.11	.44	.15	.12	.16	.28	.13	.19
	vv_att	1.49	1.53	4.81	1.58	1.64	1.75	1.74	1.52	2.01
Metalurgia e Metalomecânica	ca_cp	3.43	2.25	2.04	3.53	2.29	2.33	2.13	2.06	2.51
	cae_ca	.26	.20	.14	.18	.17	.24	.21	.20	.20
	pt_ca	.16	.20	.24	.21	.16	.16	.20	.18	.19
	ai_att	.39	.41	.47	.44	.42	.41	.39	.41	.42
	rcp	.15	.14	.14	-.28	.11	.09	.08	.14	.07
	rat	.11	.11	.22	.23	.15	.09	.11	.13	.14
	rvv	.02	.04	.30	.03	.08	.04	.03	.06	.08
	mll_att	.10	.11	.21	.35	.21	.13	.17	.15	.18
	vv_att	1.42	1.22	1.21	1.14	1.09	1.14	1.25	1.19	1.21
Média Global	ca_cp	4.65	3.59	2.87	14.78	2.48	2.25	3.80	3.01	4.68
	cae_ca	.24	.21	.19	.21	.21	.23	.22	.25	.22
	pt_ca	.15	.19	.20	.18	.17	.18	.19	.19	.18
	ai_att	.36	.39	.39	.40	.39	.40	.38	.37	.39
	rcp	.04	.03	.27	2.96	.30	.17	-.34	.41	.48
	rat	.49	1.50	.35	.54	.69	.28	.33	.99	.64
	rvv	-.12	-.02	.11	.14	.21	.10	.34	.13	.11
	mll_att	.36	.72	.25	.40	1.43	.35	.34	1.23	.64
	vv_att	1.98	1.73	2.27	1.65	2.74	1.59	1.58	1.91	1.93

Quanto à estrutura financeira, observando a contribuição de cada um dos sectores para os valores globais, em cada ano, verifica-se que a nível da variável CA/CP, apenas em 1993, o

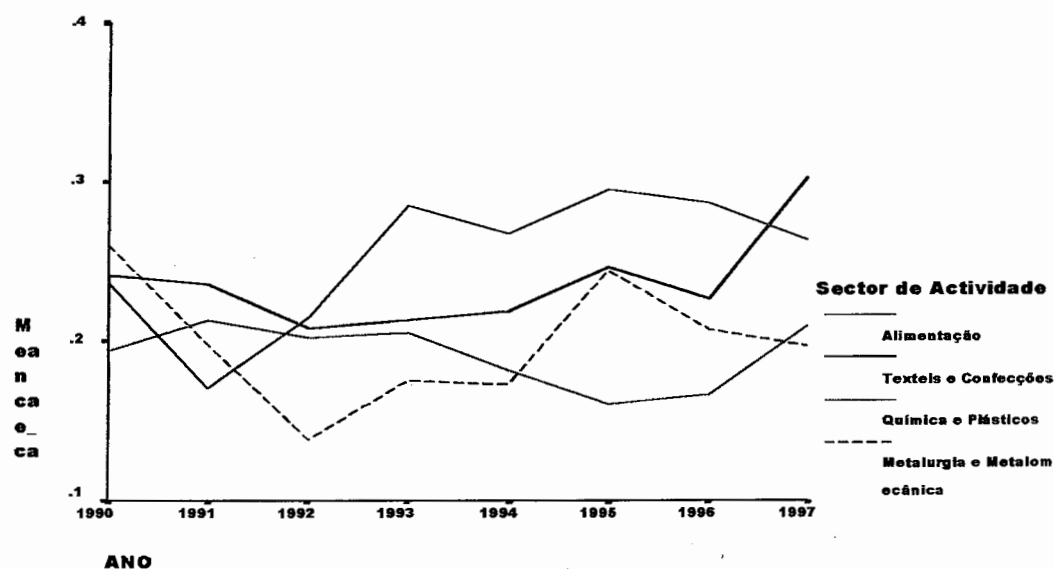
sector dos têxteis e confecções apresenta efectiva e maior importância, quanto aos seus valores médios, notando-se, porém, naturalmente, maior peso do sector (Gráfico 11)<sup>172</sup>.

Gráfico 11- Evolução da variável CA/CP, por sector e por ano



Em relação à estrutura de endividamento, identificada pela variável CAE/CA, observa-se, agora, ao longo dos anos, que os sectores apresentam pesos relativos semelhantes (Gráfico 12).

Gráfico 12- Evolução da variável CAE/CA, por sector e por ano



<sup>172</sup> Para analisar resultados detalhados, ver o Anexo 5- Teste t, por sector de actividade.

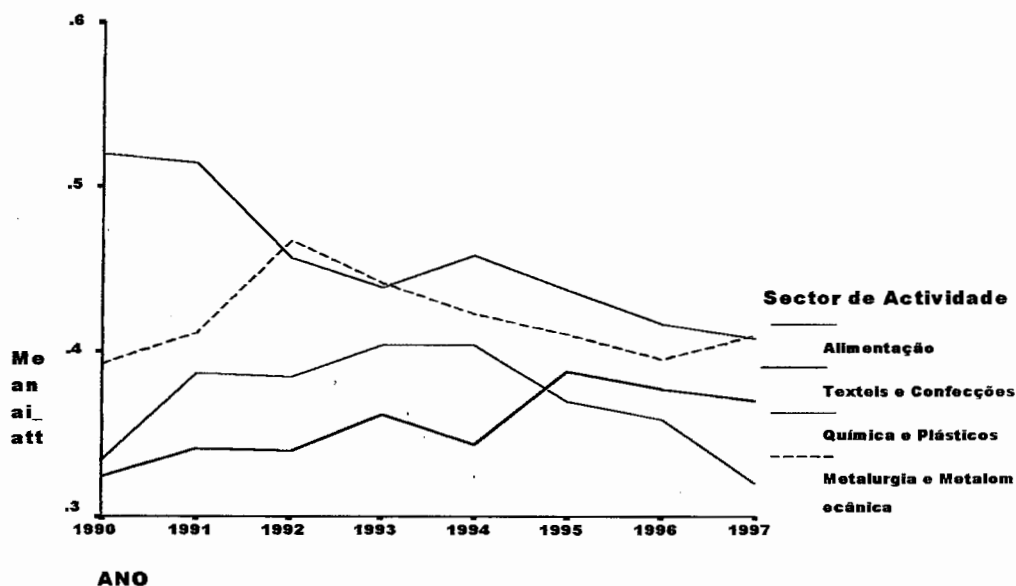
Quanto à variável PT/CA verifica-se, com a evolução do tempo, que os sectores da alimentação e metalurgia e metalomecânica reduzem a propensão para o endividamento, ao passo que aumenta no sector dos têxteis e confecções (Gráfico 13).

Gráfico 13- Evolução da variável PT/CA, por sector e por ano



O sector dos têxteis e confecções apresenta maior índice relativo, em termos médios, de investimento, medido em AI/ATT, ao longo do período, com particular evidência para o ano de 1995. O sector da alimentação é claramente o que está a desinvestir (Gráfico 14).

Gráfico 14- Evolução da variável AI/ATT, por sector e por ano



Em resumo, verifica-se que a estrutura de capital (CA/CP) é decrescente, ao longo do período, para o conjunto das empresas e por sectores de actividade. No caso do sector dos têxteis e confecções apresentam crescente endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA) e a curto prazo (PT/CA), a par de crescentes níveis de investimento (AI/ATT).

Já as empresas referentes aos sectores da alimentação e metalurgia e metalomecânica registaram crescimento do endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA) e decréscimo acentuado do endividamento a curto prazo (PT/CA) no caso do sector da alimentação e notório decréscimo no caso do sector da metalurgia e metalomecânica, a par de decréscimo acentuado do investimento (AI/ATT) no sector da alimentação com clara estabilidade no sector da metalurgia e metalomecânica.

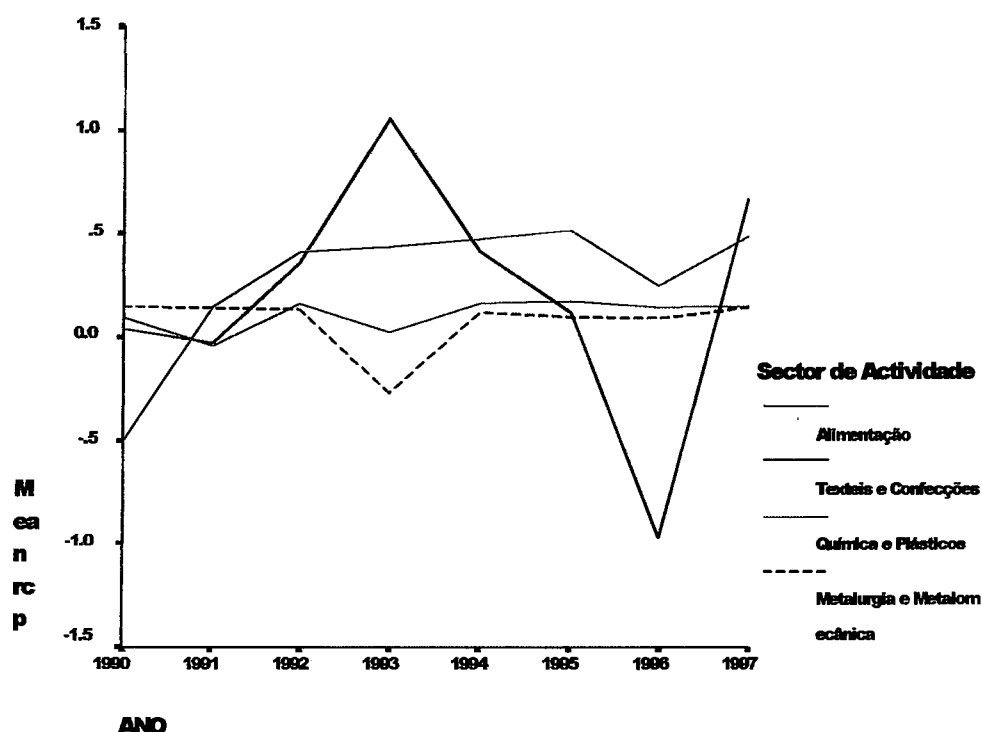
O sector da química, ao longo do período, apresenta ligeiro decréscimo do endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA) e um pouco mais acentuado a curto prazo (PT/CA) e comportamento tipo «parábola» quanto ao investimento (AI/ATT), crescente no início do período e decrescente no final.

#### 4.6.3.4- Desempenho

Avaliando o desempenho, relativamente à evolução de cada um dos sectores, no período de 1990 a 1997, verifica-se que o ano de 1993 é extraordinário para o sector dos têxteis e confecções, quanto ao indicador de rendibilidade dos capitais próprios (RCP), se comparado com os restantes. No entanto, o ano de 1996, ao invés, revela-se um mau ano para as empresas deste sector.

Verifica-se, por outro lado, que as empresas dos sectores da química e plásticos e da metalurgia e metalomecânica apresentam rendibilidades do capital próprio (RCP), em termos médios, ao longo do período, relativamente estáveis. As empresas do sector da alimentação iniciam com rendibilidade negativa que evolui positivamente a nível superior às empresas dos restantes sectores, ao longo do período (Gráfico 15).

Gráfico 15- Evolução da variável RCP, por sector e por ano



Observa-se, também, que o indicador de rentabilidade do activo total (RAT), em termos médios, é muito superior nas empresas do sector dos têxteis e confeções, quando comparado com os restantes, com excepção do verificado no ano de 1992 em que as empresas do sector da química e plásticos apresentam níveis de RAT bem superiores aos normalmente evidenciados nos diferentes períodos. As empresas salvo as referentes àquele sector dos têxteis apresentam grande estabilidade quanto a este indicador<sup>173</sup> (Gráfico 16).

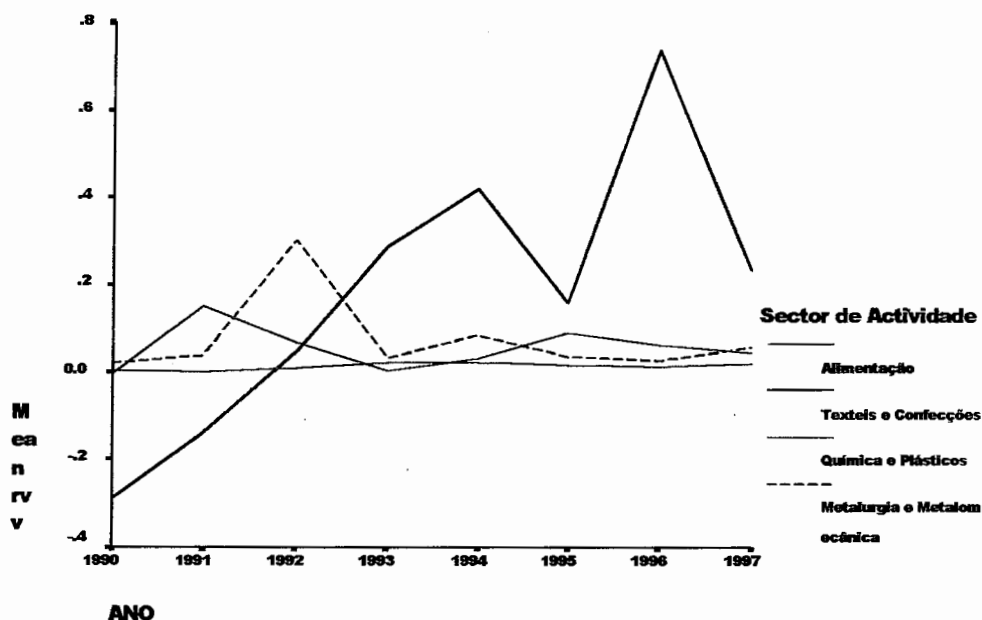
<sup>173</sup> Tenha-se em atenção, neste trabalho, que a rentabilidade do activo total (RAT) é dada pela relação entre os meios libertos líquidos (MLL) e o activo total (AT). Por sua vez, MLL é igual ao resultado líquido (RL) mais as amortizações (A) e provisões (P) do exercício.

Gráfico 16- Evolução da variável RAT, por sector e por ano



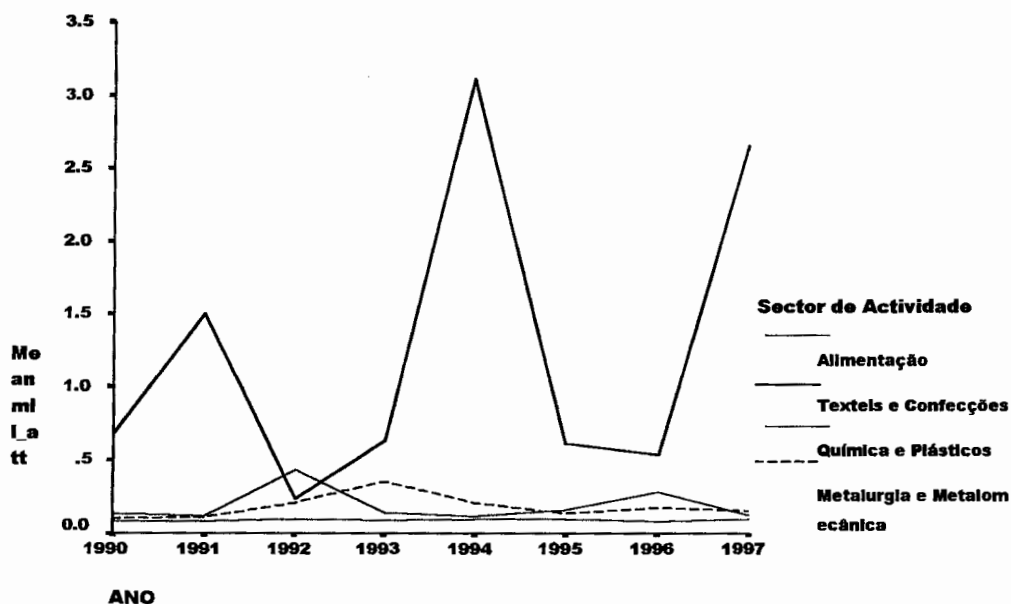
Em relação à rendibilidade das vendas (RVV), se as empresas do sector dos têxteis e confecções, no início do período em análise, em especial nos anos de 1990 e 1991, apresentavam níveis bastante insatisfatórios, nos anos seguintes, de forma clara, ultrapassaram as demais empresas, em termos médios, dos restantes sectores. Estes, por sua vez, salvo as empresas do sector da química em 1991 e da metalurgia e metalomecânica em 1992 de forma mais acentuada, apresentam rendibilidade das vendas ligeiramente positiva (Gráfico 17).

Gráfico 17- Evolução da variável RVV, por sector e por ano



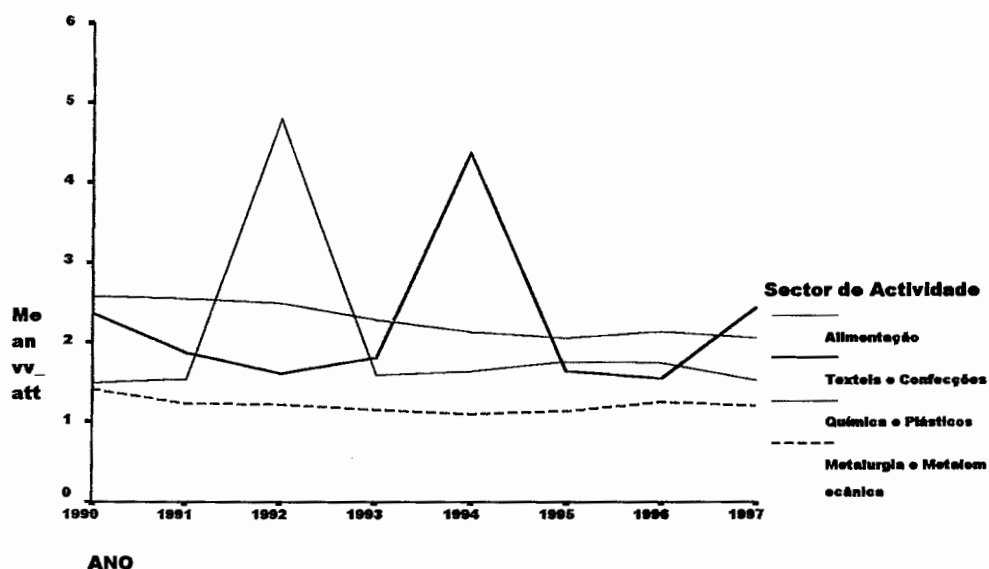
Avaliando, agora, o indicador identificado índice de crescimento (MLL/ATT), como havia sucedido com outras medidas de desempenho, as empresas do sector dos têxteis e confecções, em termos médios, são as que apresentam maiores coeficientes, ao longo do período, com excepção do ano de 1992, claramente demarcado das restantes empresas dos outros sectores. Neste ano evidenciam-se as empresas do sector da química e plásticos. Contudo, nos restantes conjuntamente com as empresas dos sectores da metalurgia e metalomecânica e da alimentação apresentam indicadores, em termos médios, de fraca propensão ao crescimento (Gráfico 18).

Gráfico 18- Evolução da variável MLL/ATT, por sector e por ano



Finalmente, observando a comparação das empresas pelos diferentes sectores de actividade, em termos médios, no que respeita ao indicador conotado com a rotação do activo (VV/ATT), verifica-se que as empresas do sector da metalurgia e metalomecânica são as que apresentam menor índice de rotação do investimento. As empresas dos restantes sectores de actividade apresentam níveis semelhantes e relativamente uniformes, salvo nos anos de 1992 as empresas do sector da química e plásticos e do sector da metalurgia e metalomecânica no ano de 1994 (Gráfico 19).

Gráfico 19- Evolução da variável VV/ATT, por sector e por ano



Em resumo, as empresas dos sectores da química e plásticos, da metalurgia e metalomecânica e alimentação apresentam rendibilidades do capital próprio, do activo total e das vendas (RCP, RAT, RVV) ligeiramente positivas. No caso das empresas do sector da alimentação a RCP é crescente e estável. Já as empresas do sector dos têxteis e confeções apresentam rendibilidade irregular, ao longo do período, crescente e acima das restantes empresas. No caso da rendibilidade das vendas (RVV) destas empresas no início do período é negativa mas fortemente crescente e positiva.

O índice de crescimento (MLL/ATT) é estável e ligeiramente positivo para as empresas dos sectores da química, da metalurgia e metalomecânica e da alimentação e irregular, mas fortemente positiva, para as empresas do sector dos têxteis e confeções.

As empresas do sector da alimentação apresentam a maior rotação do activo (VV/ATT) e as empresas do sector da metalurgia e metalomecânica a menor, evidenciando estabilidade ao longo do período. As empresas do sector da metalurgia e metalomecânica apresentam nível de rotação do activo irregular, situado entre aqueles sectores de actividade onde se localizam também os níveis de rotação do activo das empresas da química e plásticos com evidencia de estabilidade ao longo do período, salvo o verificado no ano de 1992.



## CAPÍTULO 5- ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 5.1- Introdução

Apresenta-se a análise dos resultados que parecem, de forma clara, confirmar as relações entre variáveis que constituem as dimensões-chave. Em primeiro lugar, a relação da tipologia do gestor e opção de estratégia com a estrutura financeira e o desempenho; em segundo lugar, a relação entre a estrutura financeira e o desempenho; em terceiro lugar, a relação entre a tipologia do gestor e a opção de estratégia.

Referente a cada relação começou-se por analisar o grupo de empresas (amostra global) ao que se seguiu cada um dos sectores de actividade, ou seja, alimentação, têxteis e confecções, química e plásticos e metalurgia e metalomecânica. No caso da relação entre a tipologia do gestor e a opção de estratégia não se analisou o sector da alimentação, devido à reduzida dimensão da amostra.

No final da análise, referente a cada relação, apresentam-se as conclusões, por sua vez, discriminadas por sector de actividade.

### 5.2- Relação da tipologia do gestor e opção de estratégia com a estrutura financeira e com o desempenho

#### 5.2.1- Análise dos resultados

##### 5.2.1.1- Amostra global

Realizaram-se a análise da normalidade das distribuições das variáveis e a análise da homogeneidade de variâncias, utilizando os testes t e os não-paramétricos (Mann-Whitney), para averiguar da dependência da estrutura financeira e desempenho em relação às variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia, da amostra global e de cada um dos sectores da alimentação, têxteis e confecções, química e plásticos e metalurgia e metalomecânica.

Perante as características de cada um dos sectores concluiu-se não existirem diferenças significativas entre as variáveis das dimensões-chave de tipologia do gestor e opção de estratégia e a estrutura financeira e o desempenho das empresas que constituem a amostra global. Tomando as variáveis idade e antiguidade, nem mesmo estas apresentam relação com variáveis de estrutura financeira e de desempenho<sup>174</sup>.

Os resultados deixam supor que as diferentes características entre os sectores impedem que se identifique um perfil de relação entre a tipologia do gestor e opção de estratégia e a estrutura financeira e o desempenho.

Do ponto de vista da interpretação pode estar-se na presença de fenómenos de efeitos contrários que se anulam, devido ao facto de uma mesma opção de estratégia, adoptada para os diferentes sectores, se basear em distintos instrumentos de natureza económica ou financeira, ao dispôr do gestor. Tome-se, por exemplo, os sectores da metalurgia e metalomecânica e da química e plásticos. O lançamento de novos produtos, por parte das empresas, poderá ocorrer: no primeiro caso, com base em maior endividamento, influenciando, por exemplo a estrutura de capital; no segundo caso, poderá sustentar-se recorrendo ao investimento em imobilizado, com reflexos no aumento do activo total da empresa.

#### 5.2.1.2- Sectores de actividade

Apresentam-se os dados que parecem, de forma clara, confirmar as relações ao longo do período, assumidas como linhas de tendência, entre variáveis de diferentes dimensões-chave. Neste ponto, tratam-se as relações entre as variáveis de tipologia do gestor e opção de estratégia que influenciam as de estrutura financeira e as de desempenho, para cada um dos sectores.

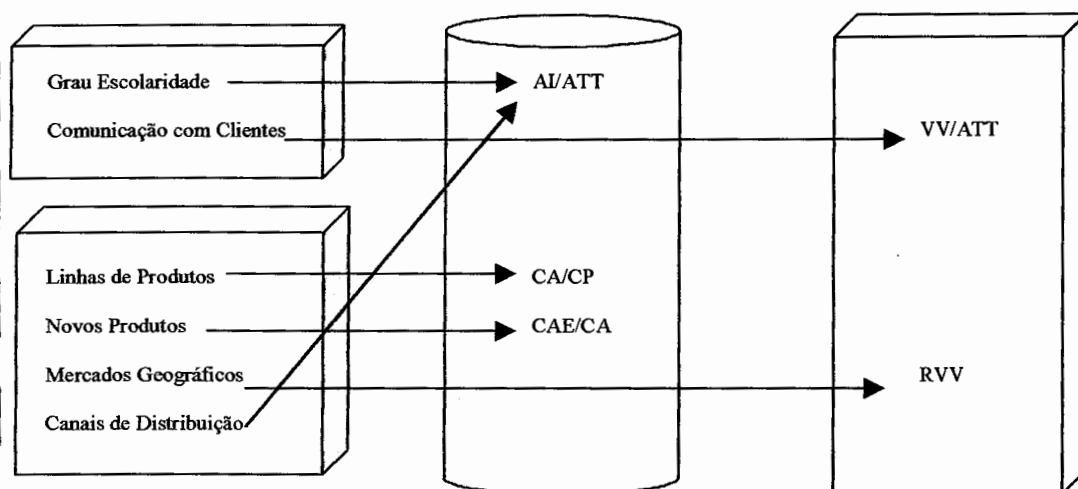
##### 5.2.1.2.1- Alimentação

---

<sup>174</sup> Consultar o Anexo 8- Comparação da tipologia do gestor e opção de estratégia, por sector.

As relações a abordar referem-se, portanto, àquelas que de forma clara foram verificadas no sector da alimentação. Isto é, relações entre variáveis que apresentam diferenças significativas entre médias, ao longo do período em análise (1990-1997), com base em diferente tipologia do gestor e diferente opção de estratégia<sup>175</sup>. Colocam-se em evidência as respectivas variáveis apuradas entre cada dimensão-chave, portanto, todas com significado estatístico (Figura 5)<sup>176</sup>.

Figura 5- Diagrama da relação entre variáveis de tipologia do gestor e opção de estratégia e de estrutura financeira e desempenho, sector da alimentação



Numa análise mais detalhada observa-se, ao longo do período, o comportamento das variáveis, todas estatisticamente significativas, nas suas diferentes relações de influência<sup>177</sup>. Dadas as características dos gráficos em análise, salienta-se que quanto mais distantes estiverem as linhas entre si mais acentuadas são as apostas realizadas.

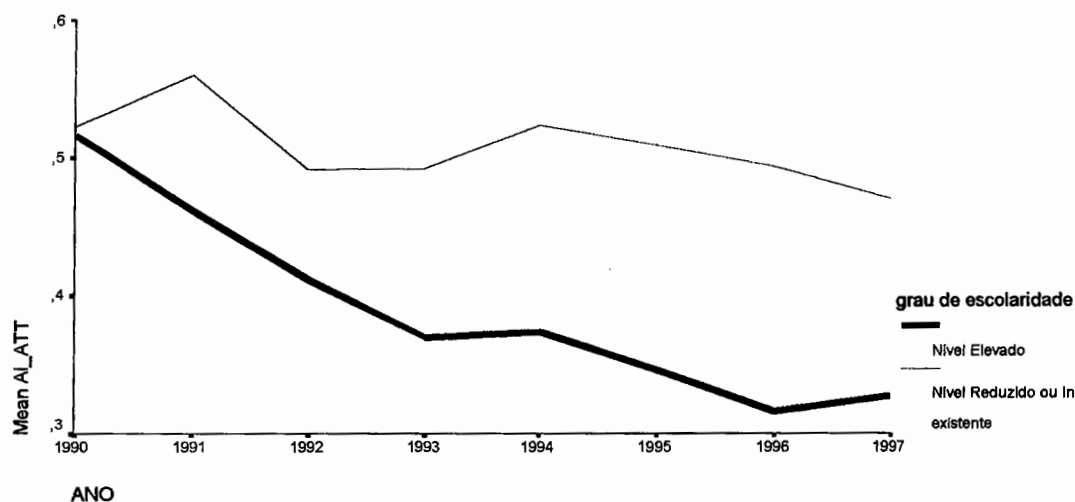
Verifica-se que os gestores com níveis de escolaridade mais elevada são aqueles que apresentam menor tendência para o investimento (AI/ATT) (Gráfico 20).

<sup>175</sup> Para analisar ver Anexo 4- Testes de normalidade e de homogeneidade de variâncias e Anexo 5- Teste t, por sector de actividade.

<sup>176</sup> As variáveis evidenciadas têm todas significado estatístico. As restantes ou não têm significado ou, eventualmente, poderão ter significado estatístico mas apenas pontualmente, pelo que não foram, em ambos os casos, consideradas.

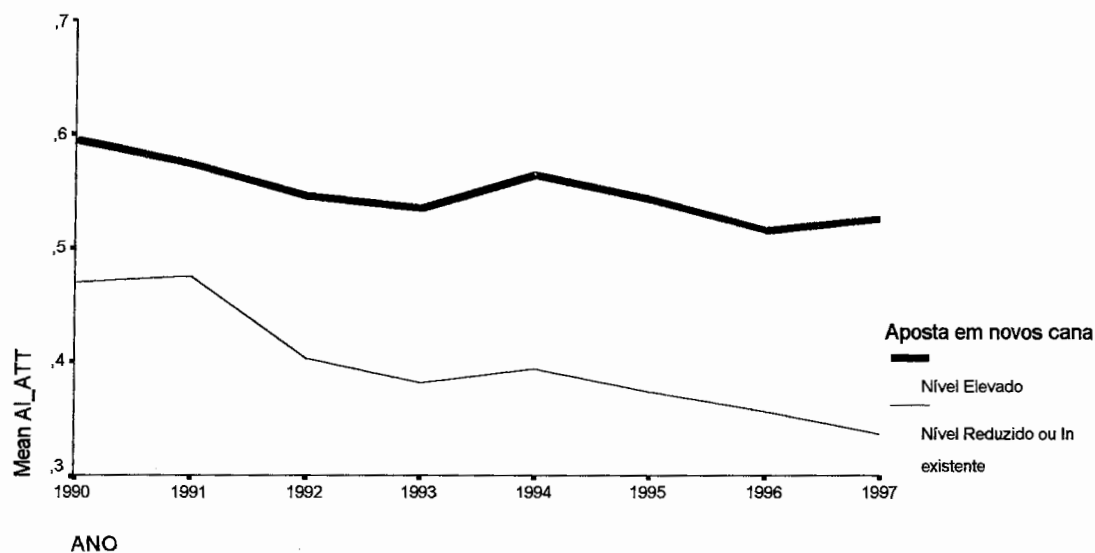
<sup>177</sup> Dada a dimensão de cada uma das sub-amostras, foi apenas utilizada a comparação entre grupos, distinguindo-se, apenas, em aposta reduzida e aposta elevada, variável a variável e não entre múltiplas variáveis e múltiplas combinações de grupos de variáveis, para não segmentar mais a informação. Desta forma, referem-se os efeitos directos obtidos entre cada variável de tipologia do gestor e opção de estratégia e cada uma das

Gráfico 20- Evolução da relação entre grau de escolaridade e AI/ATT, por ano



Por outro lado, as empresas que mais apostam na expansão, recorrendo a novos canais de distribuição, são aquelas que apresentam tendência para maiores níveis de investimento (AI/ATT) (Gráfico 21).

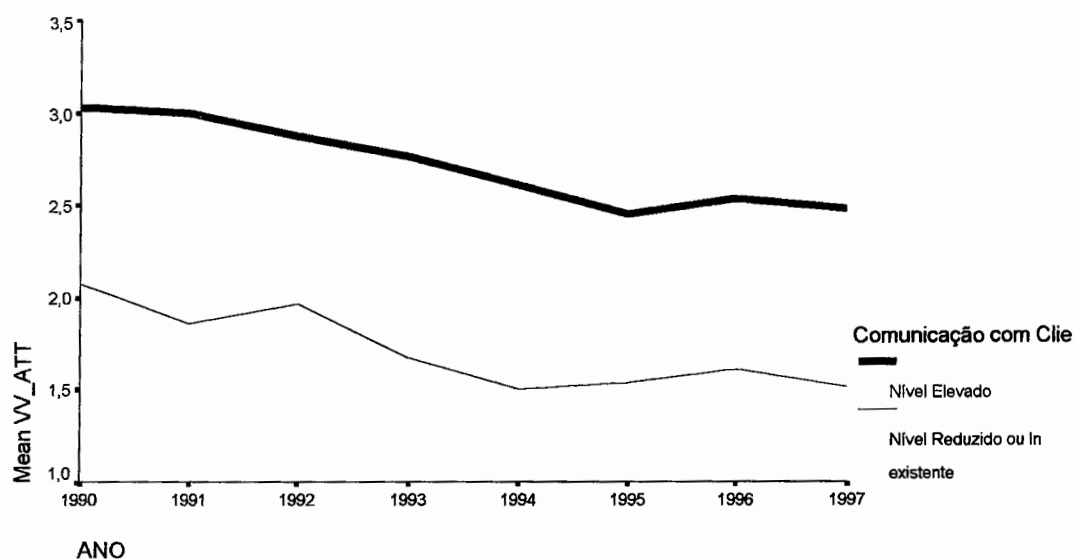
Gráfico 21- Evolução da relação entre novos canais e AI/ATT, por ano



Já ao nível do comportamento do gestor, em relação à comunicação com clientes, aqueles que mais comunicam são os que apresentam melhor rotação dos activos (VV/ATT) (Gráfico 22).

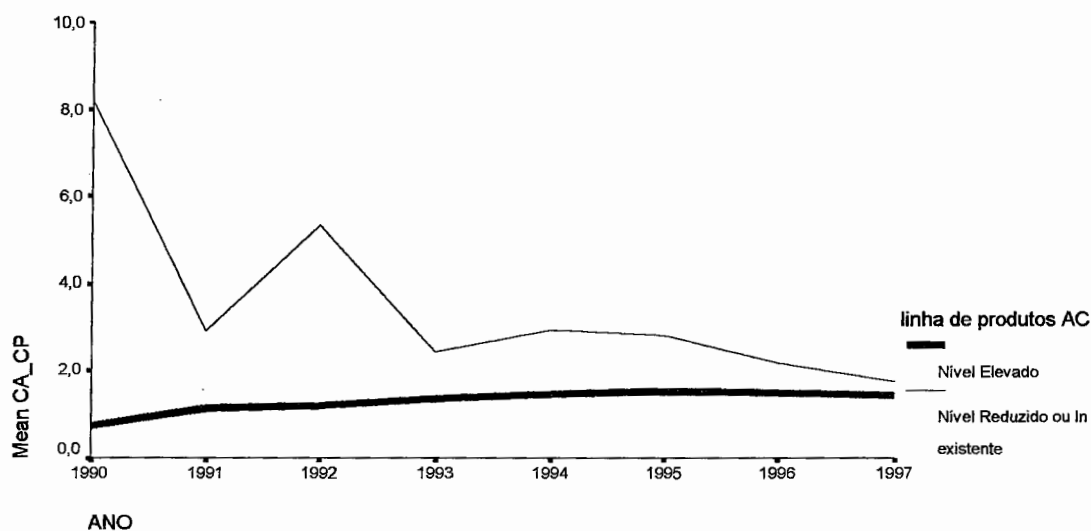
variáveis de estrutura financeira e de desempenho. Não se consideraram, portanto, as interações entre variáveis.

Gráfico 22- Evolução da relação entre comunicação com clientes e VV/ATT, por ano



As empresas que mais apostam na opção desenvolvimento de novas linhas de produtos são as que apresentam menor dependência do capital alheio medido pelo rácio (CA/CP) (Gráfico 23). A aproximação entre as linhas do gráfico indica haver tendência para a convergência entre a aposta de nível elevado e de nível reduzido em novas linhas de produtos, com o mesmo efeito positivo no endividamento da empresa.

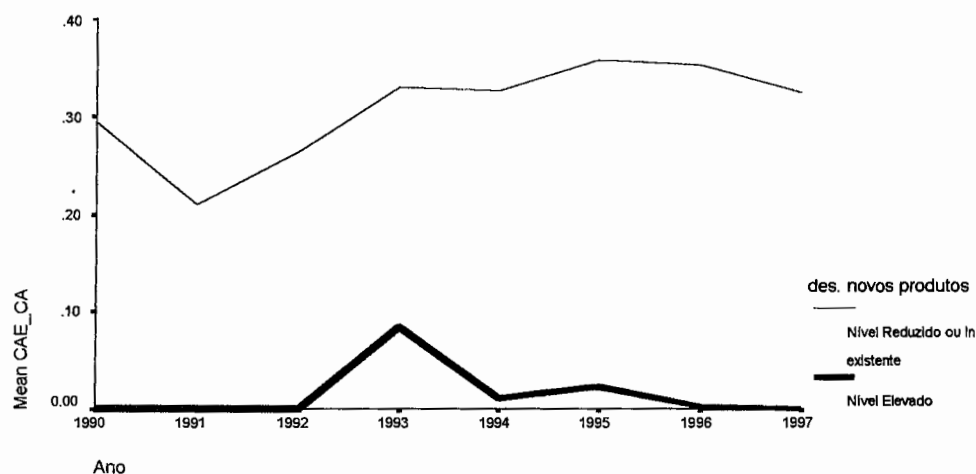
Gráfico 23- Evolução da relação entre linha de produtos e CA/CP, por ano



As empresas que apostam fortemente em novos produtos demonstram influência claramente neutra no endividamento a médio e longo prazos, medido pelo rácio CAE\_CA (Gráfico 24). A grande diferença verificada entre as linhas do gráfico indica serem apostas distintas com

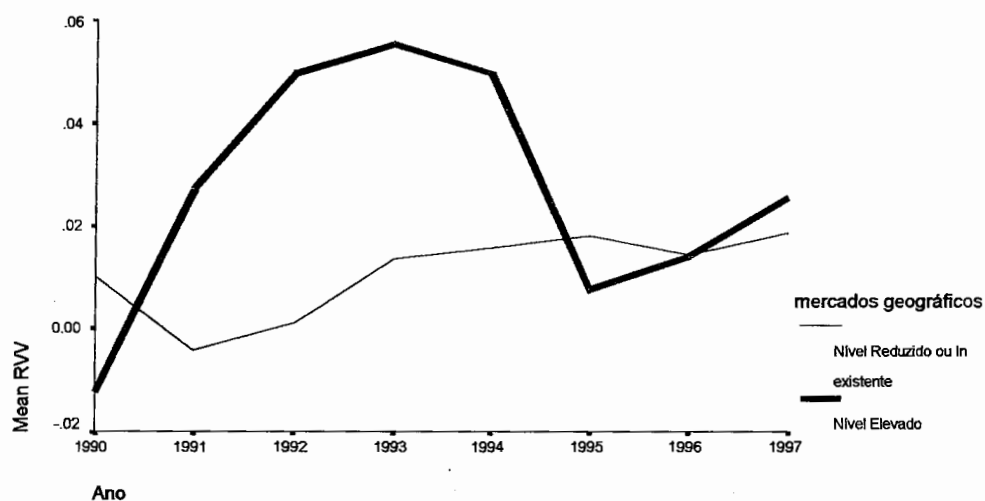
efeitos diferentes ao nível das apostas no endividamento a médio e longo prazos. Aqueles com nível reduzido de aposta demonstram influência positiva e crescente.

Gráfico 24- Evolução da relação entre desenvolvimento de novos produtos e CAE/CA, por ano



Finalmente, as empresas do sector da alimentação que, a nível de expansão, mais apostam em novos mercados geográficos são as que apresentam, também, melhores rácios de rentabilidade das vendas (RVV)<sup>178</sup>, claramente no período de 1991 a 1995 (Gráfico 25). A aposta em novos mercados geográficos evidencia efeitos crescentes na rentabilidade das vendas (RVV), especialmente no período de 1991 a 1994. Essa aposta, poder-se-á dizer, que evidencia o modelo do ciclo de vida dos produtos.

Gráfico 25- Evolução da relação entre mercados geográficos e RVV, por ano .



As empresas do sector da alimentação parecem evidenciar relação de influência positiva entre a especialização dos gestores (grau de escolaridade) e o investimento (AI/ATT), ainda que essa especialização seja de reduzido nível, e do seu comportamento (comunicação com clientes) com a rotação do activo (VV/ATT).

Também parece existir evidencia no que respeita à relação positiva entre a estratégia de expansão, baseada em novas linhas de produtos e novos produtos, e o endividamento de médio e longo prazos (CAE/CA) e estrutura de capital (CA/CP). Já a estratégia de expansão, baseada em mercados geográficos, parece influenciar positivamente a rendibilidade das vendas (RVV).

Faz sentido a verificação das relações obtidas. Isto, porque tratando-se de um sector de actividade exigente ao nível da qualidade dos processos de produção e dos produtos, para o que necessita dispor de tecnologia adequada, leva a que as empresas realizem investimentos em conformidade, o que parece ter a ver, de alguma forma, com a especialização dos gestores.

Por outro lado, as empresas deste sector de actividade necessitam de acuidada atenção com o mercado, visando o crescimento das vendas, como forma de assegurar a rendibilidade, daí considerar-se natural a influência positiva do comportamento dos gestores no desempenho, medido este em termos do rácio das vendas sobre o activo (rotação do activo), na medida em que, tudo o indica, maiores vendas suportam crescentes investimentos, verificação que pode não significar melhor rendibilidade. Pergunta-se, então, o que fazer para aumentar as vendas e assegurar a rendibilidade? A resposta parece ter sido claramente dada pelas empresas do sector da alimentação, através da opção por desenvolver novas linhas de produtos, novos produtos e em escolher novos mercados geográficos, o que parece fazer todo o sentido.

Quer dizer, a opção por novos mercados geográficos, tudo o indica, parece ter tido como consequência assegurar a rendibilidade das vendas das empresas, a par da aposta em novas linhas de produtos e novos produtos, da qual parece terem resultado efeitos no endividamento, em face dos investimentos realizados.

<sup>178</sup> As relações que têm o ano mais recente por base (1997), são aquelas que foram encontradas significativas ao longo do tempo e ao longo dos diferentes anos em análise.

Os resultados obtidos parece fazerem, portanto, todo o sentido ao estabelecerem relação lógica entre a tendência dos gestores para a comunicação com os clientes e a estratégia de expansão baseada em linhas e novos produtos, com efeitos na estrutura financeira e no desempenho.

Os resultados obtidos poderiam ou não ter sido diferentes? Em termos de raciocínio lógico parece que não seria porventura razoável que fosse a personalidade dos gestores (propensão para o risco) a prevalecer, dado os efeitos que certamente teria, por exemplo, na opção pelo endividamento de curto prazo (PT/CA). Neste caso, não seria conveniente que investimentos estruturais (AI/ATT) fossem financiados dessa forma, dadas as consequências certamente com efeitos negativos na rentabilidade das vendas (RVV) e no índice de crescimento (MLL/ATT), o que, aliás, não se verificou.

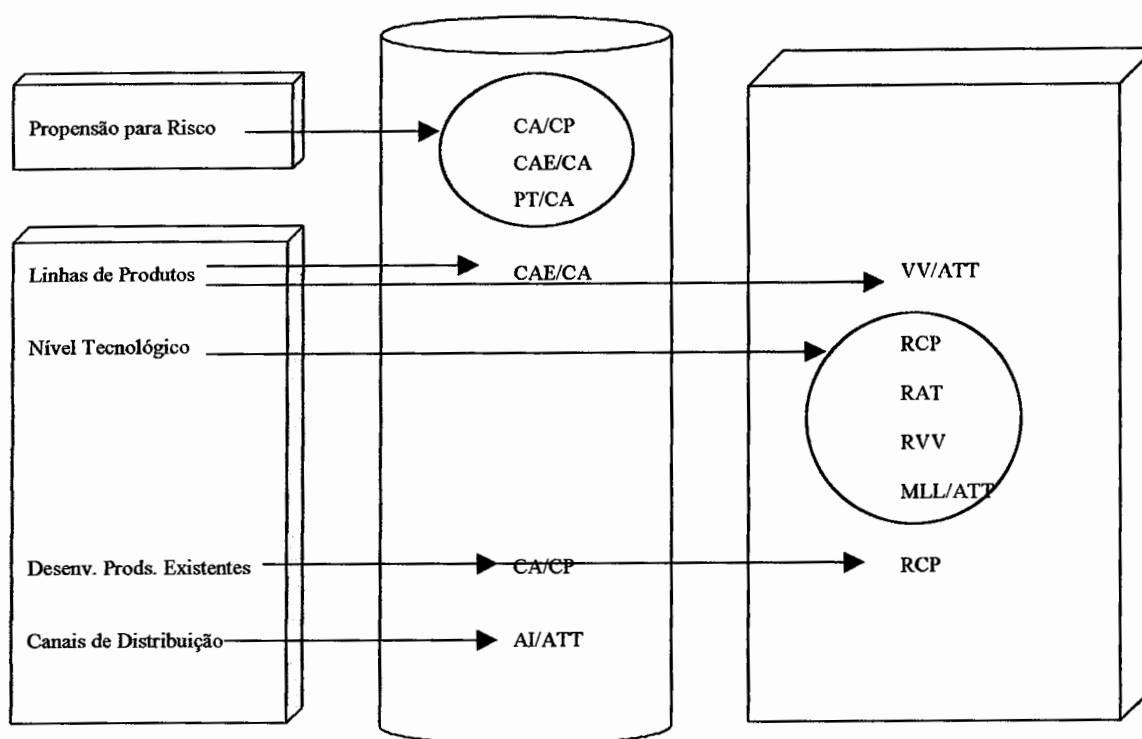
#### 5.2.1.2.2- Têxteis e confecções

As relações a abordar referem-se, portanto, àquelas que de forma clara foram verificadas no sector dos têxteis e confecções. Isto é, relações entre variáveis que apresentam diferenças significativas entre médias, ao longo do período em análise (1990-1997), com base em diferente tipologia do gestor e diferente opção de estratégia<sup>179</sup>. Colocam-se em evidência as respectivas variáveis apuradas entre cada dimensão-chave todas, portanto, com significado estatístico (Figura 6)<sup>180</sup>.

<sup>179</sup> Para analisar ver Anexo 4- Testes de normalidade e de homogeneidade de variâncias e Anexo 5- Teste t, por sector de actividade.



Figura 6- Diagrama de relação entre variáveis de tipologia do gestor e opção de estratégia e de estrutura financeira e desempenho, sector dos têxteis e confecções.



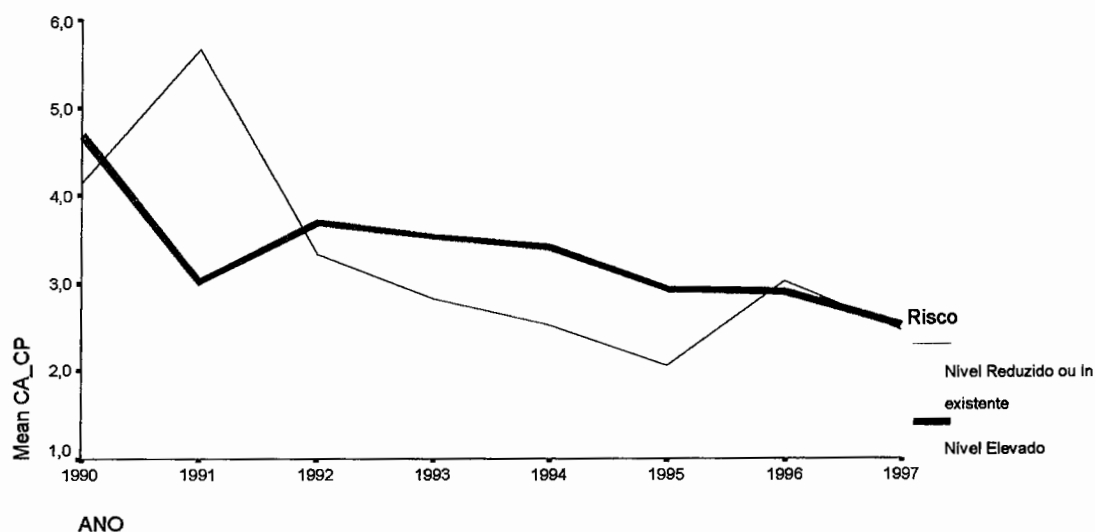
Numa análise mais detalhada pode observar-se, ao longo do período, o comportamento das variáveis, nas suas diferentes relações de influência.

A personalidade do gestor, através da propensão para o risco, influencia claramente a estrutura de capital (CA/CP) e o nível de endividamento, seja a médio e longo prazos (CAE/CA) seja a curto prazo (PT/CA).

Observando de forma mais detalhada, os gestores mais propensos ao risco são os que apresentam maior aposta nos rácios de estrutura de capital, identificados por CA/CP, com tendência para diminuir a sua aposta, embora demonstre diferenças significativas na maioria dos anos, com excepção nos anos de 1991 e 1996 (Gráfico 26).

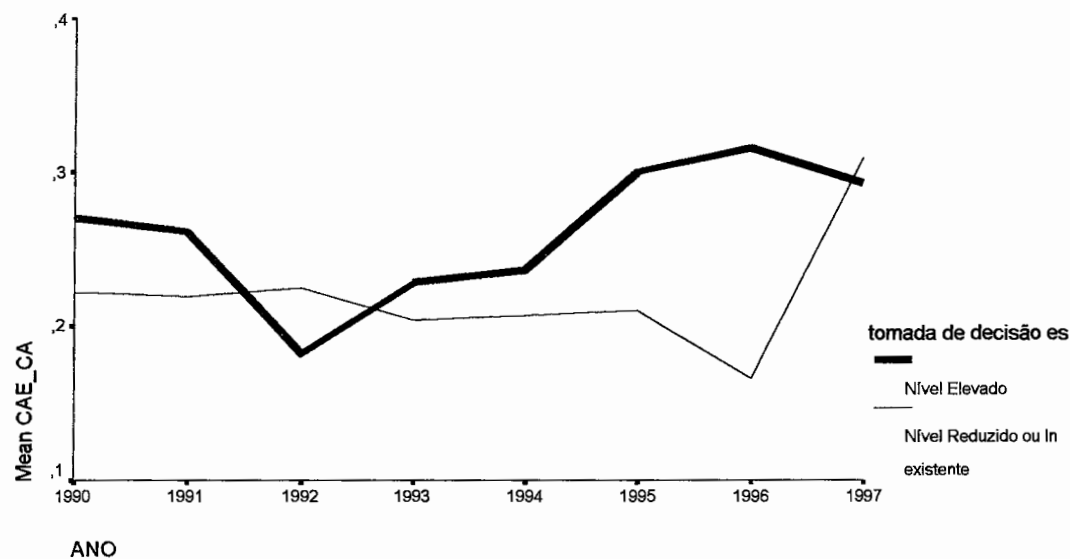
<sup>180</sup> As variáveis evidenciadas têm todas significado estatístico. As restantes ou não têm significado ou, eventualmente, poderão ter significado estatístico mas apenas pontualmente, pelo que não foram, em ambos os casos, consideradas.

Gráfico 26- Evolução da relação entre propensão ao risco e CA/CP, por ano



A influência dos gestores com propensão ao risco, por optarem pelo endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA), apresenta oscilações quanto à tendência para seguir essa aposta, em especial nos anos de 1992 e 1997 (Gráfico 27).

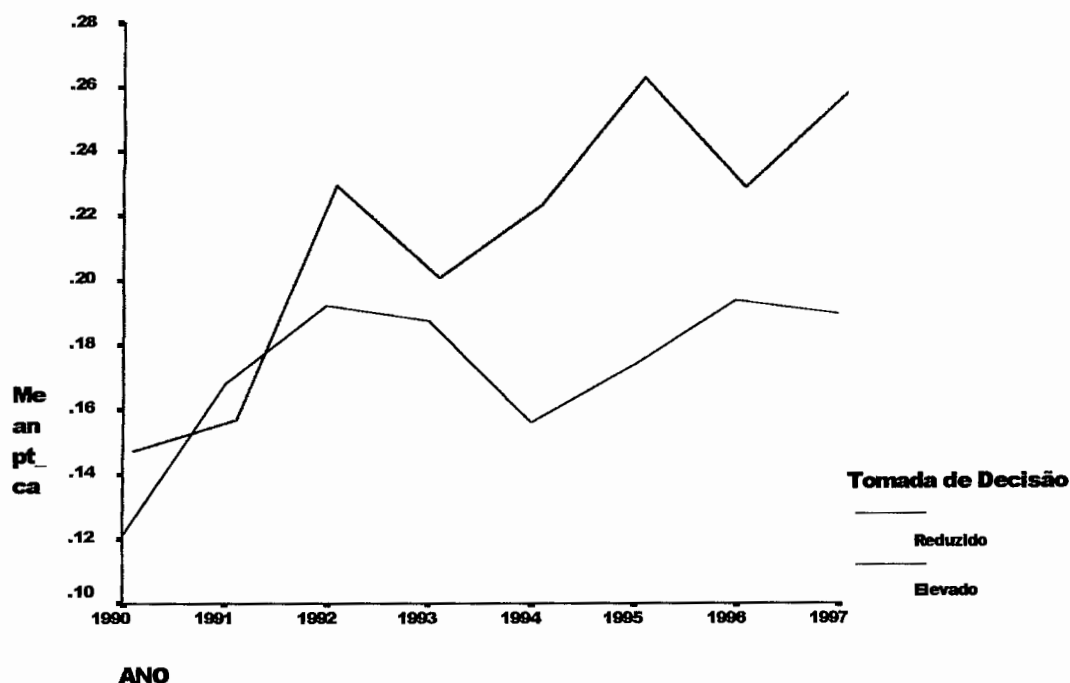
Gráfico 27- Evolução da relação entre propensão ao risco e CAE/CA, por ano



Os gestores com elevada propensão para o risco apresentam tendência para apostar no crescente endividamento a curto prazo, ou seja verifica-se relação de influência entre a

propensão para o risco dos gestores e o endividamento a curto prazo, em especial a partir do ano de 1992 (Gráfico 28).

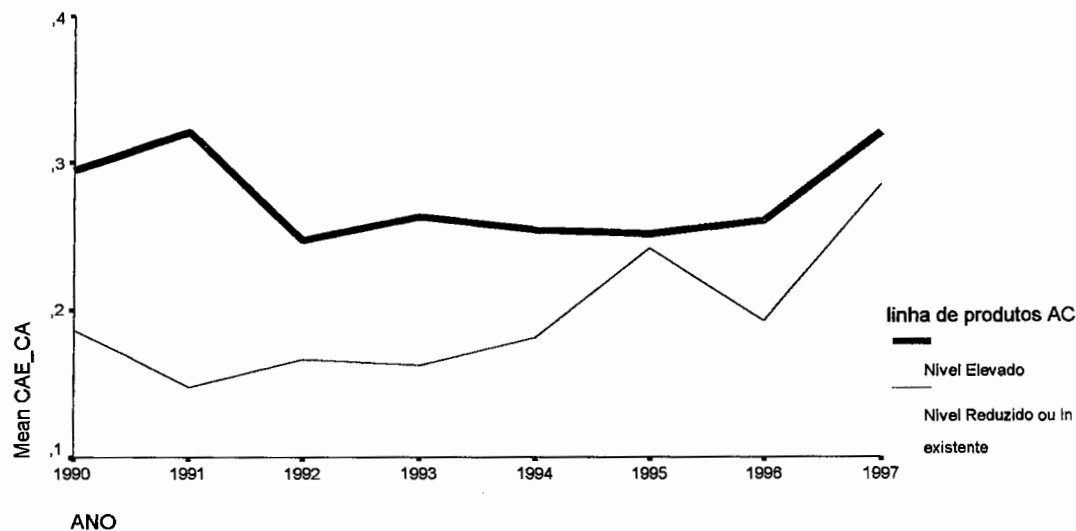
Gráfico 28- Evolução da relação entre propensão ao risco e PT/CA, por ano



A opção de estratégia orientada para a expansão, com base em novas linhas de produtos, influencia a estrutura financeira, através do endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA), e o desempenho, através da rotação do activo (VV/ATT).

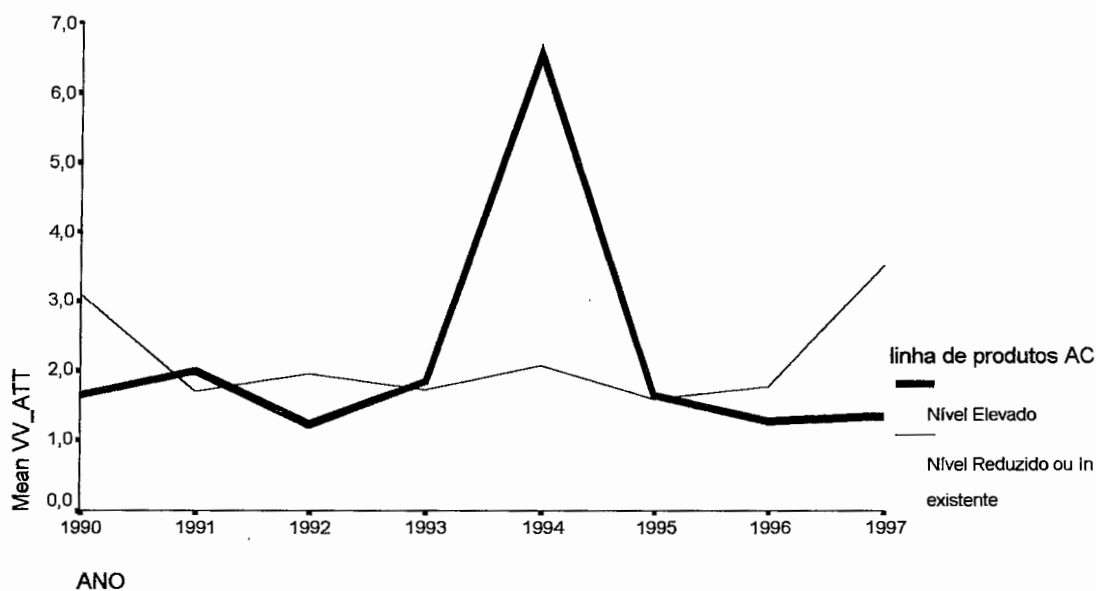
Verifica-se, no entanto, que a opção das empresas por novas linhas de produtos apresenta clara aposta de nível elevado com influência no endividamento a médio e longo prazos, nos anos de 1990 a 1994, com tendência a não se distinguir face a aposta reduzida, conforme se observa pela aproximação das linhas representadas no gráfico, reportando aos anos de 1995 a 1997 (Gráfico 29).

Gráfico 29- Evolução da relação entre linha de produtos e CAE/CA, por ano.



No caso da opção baseada em novas linhas de produtos verifica-se um menor nível de influência na rotação do activo da empresa (VV/ATT), com excepção no ano de 1994, em que a aposta foi elevada (Gráfico 30).

Gráfico 30- Evolução da relação entre linha de produtos e VV/ATT, por ano

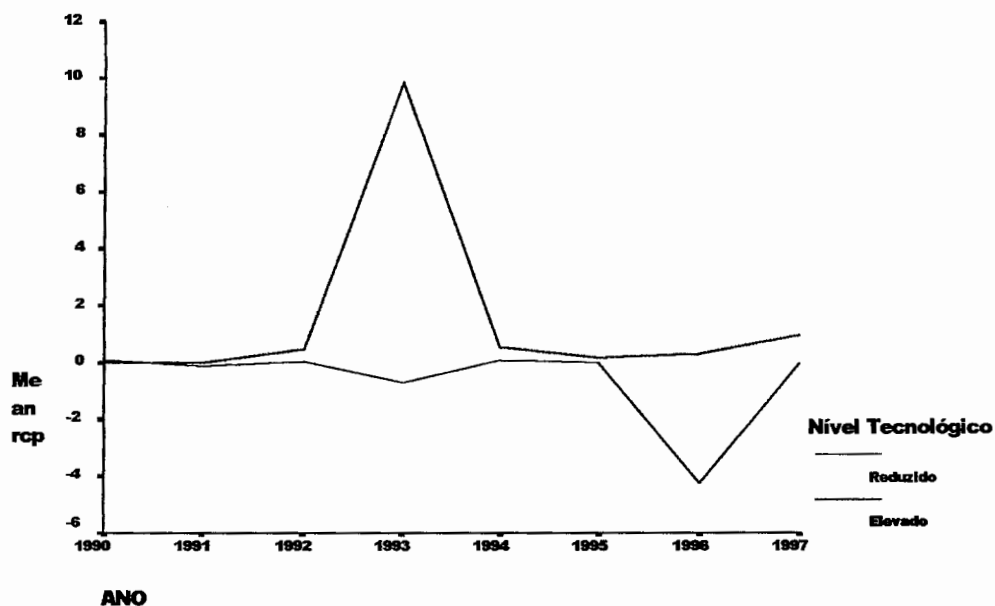


As empresas orientadas para a inovação, com maior aposta ao nível tecnológico face à concorrência, apresentam níveis de rendibilidade dos activos e das vendas positivos e significativamente diferentes (RAT, RVV), não apresentam rendibilidade dos capitais

próprios (RCP), mas já apresentam evidentes índices de crescimento positivos (MLL/ATT).

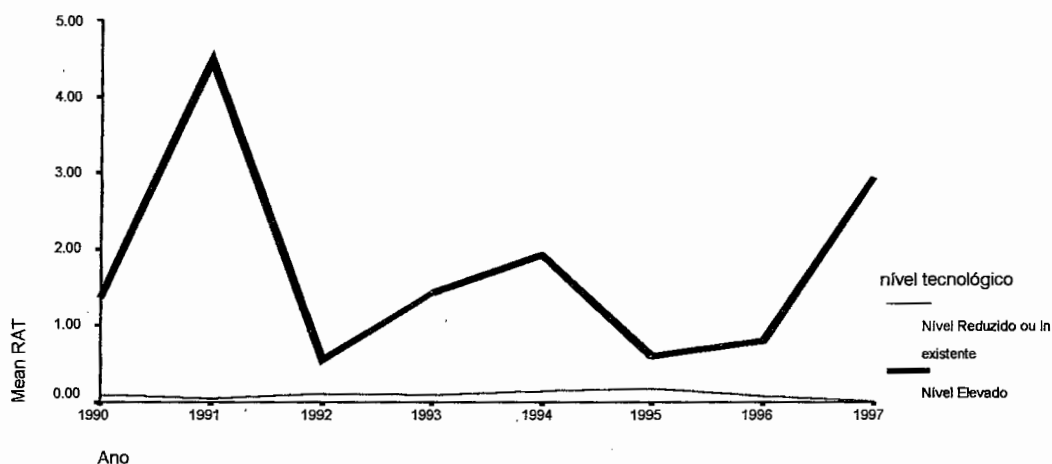
Aquelas empresas cuja opção de estratégia se orienta para a tecnologia evidenciam tendência para a rendibilidade nula dos capitais próprios (RCP), com excepção do ano de 1993 excepcionalmente positiva. Por sua vez, a reduzida aposta na tecnologia apresenta mesmo rendibilidade negativa (Gráfico 31).

Gráfico 31- Evolução da relação entre nível tecnológico e RCP, por ano



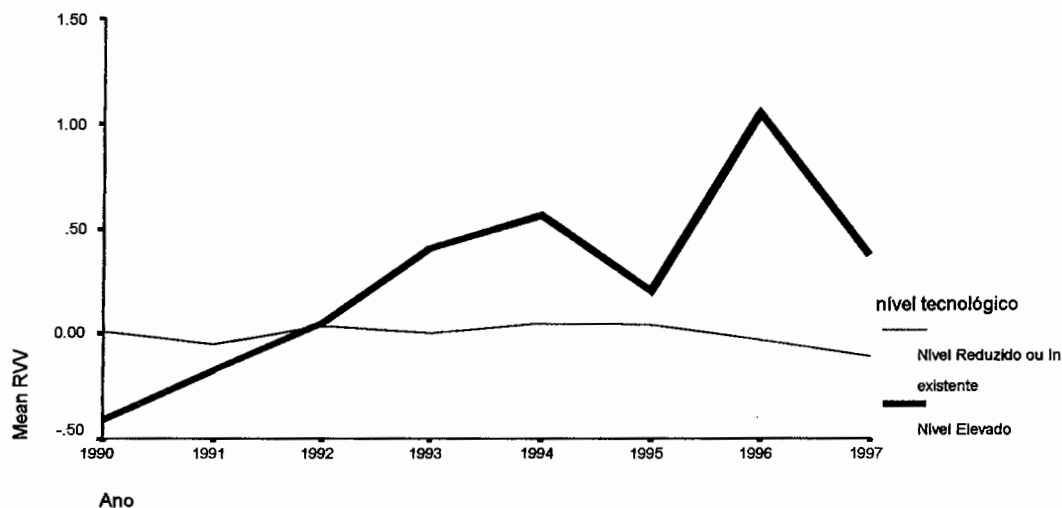
Já a rendibilidade do activo total (RAT) beneficia da aposta na tecnologia com influência positiva donde se destacam, em especial, os anos de 1991 e 1997 (Gráfico 32).

Gráfico 32- Evolução da relação entre nível tecnológico e RAT, por ano



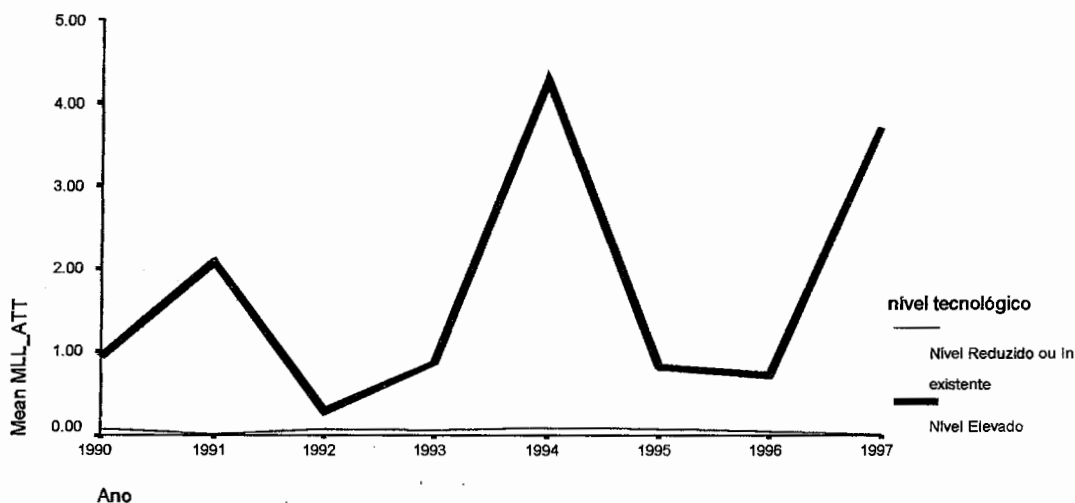
A aposta na tecnologia, com destaque nos anos de 1990 a 1992, apresenta influência da rentabilidade das vendas (RVV) negativa ou nula, registrando nos anos seguintes tendência positiva, com destaque para o ano de 1996 de clara aposta (Gráfico 33).

Gráfico 33- Evolução da relação entre nível tecnológico e RVV, por ano



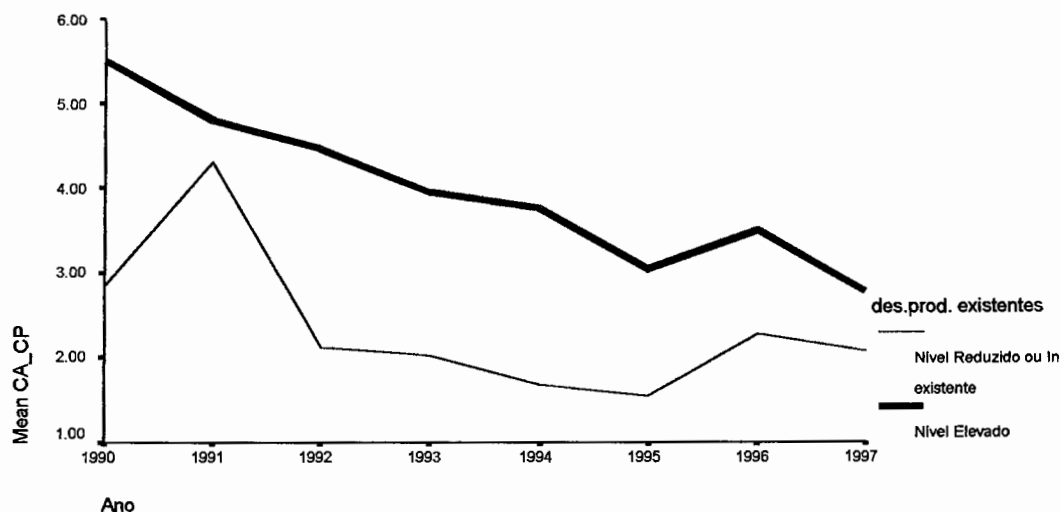
No que respeita ao indicador que se identifica com o índice de crescimento (MLL/ATT), a opção de estratégia por elevado nível tecnológico face à concorrência apresenta notória relação positiva, em especial nos anos de 1994 e 1997, provavelmente correspondendo a anos extraordinários de investimento (Gráfico 34).

Gráfico 34- Evolução da relação entre nível tecnológico e MLL/ATT, por ano



As empresas que optam em desenvolver produtos existentes são aquelas que maior tendência apresentam para recorrer ao endividamento, reflectido na relação identificada como de estrutura de capital (CA/CP), embora se verifique ser decrescente no período (Gráfico 35).

Gráfico 35- Evolução da relação entre desenvolvimento de produtos existentes e CA/CP, por ano



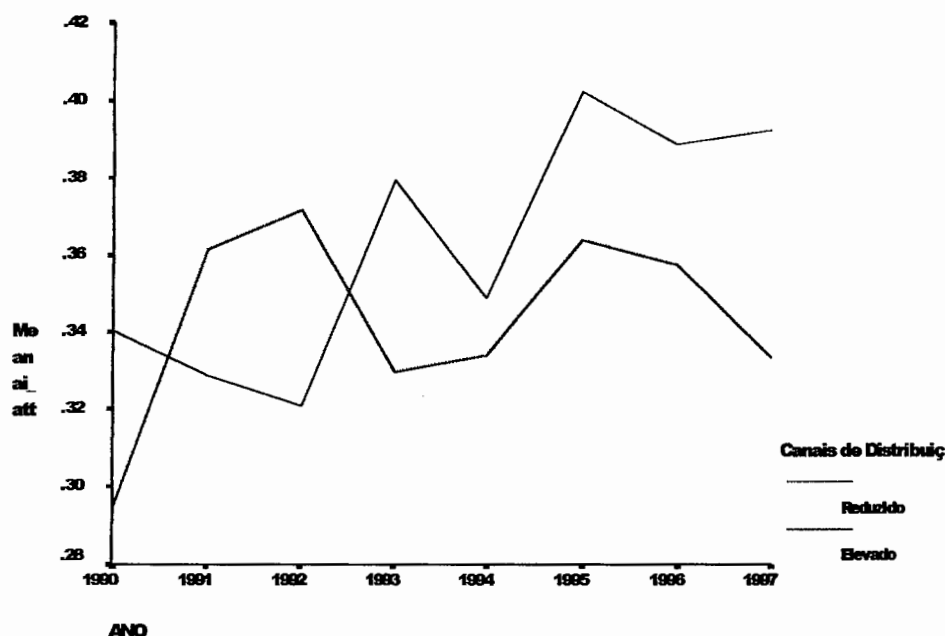
A opção pela expansão, no que respeita ao desenvolvimento de produtos existentes, apresenta relação de influencia neutra com a rendibilidade do capital próprio (RCP) no período, com excepção da influência positiva no ano de 1993 e negativa no ano de 1996 (Gráfico 36).

Gráfico 36- Evolução da relação entre desenvolvimento de produtos existentes e RCP, por ano



Tanto os que apostam nos canais de distribuição como os que não privilegiam este tipo de estratégia da empresa pela expansão, quando o fazem influenciam claramente a estrutura de investimento (AI/ATT). Contudo, a tendência é para fazer aposta reduzida nesta estratégia (Gráfico 37).

Gráfico 37- Evolução da relação entre canais de distribuição e AI/ATT, por ano



De facto, verifica-se que os gestores que mais referem apostar em novos canais de distribuição são suplantados pelos que dizem fazer reduzida aposta e apresentam menores índices de investimento, a que corresponde o indicador de medida AI/ATT.

As empresas do sector dos têxteis e confecções, atendendo aos resultados obtidos, parecem evidenciar a existência de efeitos positivos entre a personalidade dos gestores (propensão para o risco) e a opção pelo endividamento de curto, médio e longo prazos (PT/CA; CAE/CA). Por sua vez, as empresas parece apresentarem tendência para optar pela estratégia de expansão (novas linhas de produtos, desenvolvimento de produtos existentes e canais de distribuição) com efeitos, sobretudo, no aumento do endividamento de médio e longo prazos (CAE/CA), na rentabilidade do capital próprio (RCP) e na rotação do activo (VV/ATT). Já a estratégia de expansão baseada em canais de distribuição parece apresentar evidência de influência positiva no investimento das empresas (AI/ATT). Também, parece que as



empresas escolheram adoptar a estratégia de inovação (investimento em tecnologia), neste caso, com reflexos negativos e depois crescentemente positivos na rendibilidade das vendas (RVV) e positivos na rendibilidade da empresa (RAT) e no índice de crescimento (MLL/ATT).

A observação das empresas do sector dos têxteis e confecções parece indicar como elemento relevante para o seu desenvolvimento a aposta em novas tecnologias, com efeitos positivos na rendibilidade e no desenvolvimento das empresas.

Também se observa, tudo o indica, ser importante a aposta em desenvolver linhas de produtos e aproveitar com modificações os produtos existentes, consequente com um melhor ajustamento às condições do mercado. Esta tendência parece ser claramente evidenciada pelos dados produzidos, o que confirma a observação empírica. Contudo, as empresas, na prática, parece demonstrarem dificuldades em realizar investimentos por insuficiência de capitais próprios e por não disporem de *cash flow* em volume adequado, o que certamente está na base da opção pelo endividamento. Esta escolha parece decorrer da personalidade dos gestores, por lhe conferir apetência para o risco, na medida em que, ao pretenderem desenvolver as empresas sem adequados recursos financeiros, orientam-se na predisposição para correrem riscos financeiros, associados ao endividamento, especialmente de curto prazo, como, aliás, os dados parecem comprovar.

Da observação dos dados poderá relevar-se que as empresas do sector, para disporem de condições de desenvolvimento deverão apostar em novas tecnologias (processos, *design* e produtos), como forma de assegurar volume de actividade e obter rendibilidade.

Trata-se de apreciação baseada nos dados apurados. Contudo, a observação no terreno (forma empírica) suscita outras questões, nomeadamente, por um lado, em que medida o comportamento dos gestores influenciaria ou não a rendibilidade e a rotação do activo, dada a suposta importância da propensão dos gestores para comunicar com os clientes; por outro lado, se a opção de estratégia pela transacção, através da actuação sobre o preço influenciaria ou não a estrutura financeira e o investimento em marketing, com efeitos na rendibilidade e na rotação do activo, por via do crescimento das vendas.

Os resultados obtidos parece não evidenciar respostas para estas questões. Contudo, tendo em atenção as particularidades da actividade das empresas do sector dos têxteis e confecções parece natural que os gestores não disponham desse tipo de comportamento, da mesma forma que parece não dispor de tendência para delegar autoridade nos seus quadros.

No que diz respeito à opção pela estratégia de transacção, baseada no preço, tudo o indica ser corrente e importante para as empresas deste sector de actividade, dada a repercussão da conjuntura económica e do comportamento dos agentes políticos e organizações nacionais e internacionais, com implicações derivadas duma maior ou menor abertura dos mercados e outras restrições ou facilidades nas importações e exportações e, portanto, ao nível da concorrência. Neste sentido, deverá admitir-se o preço como variável sobre a qual se torna muito difícil actuar, porquanto deriva de padrões específicos de cada um dos mercados, do nível da procura e do tipo de concorrência existente. Se a dedução realizada for aceitável poderá, então, considerar-se natural os resultados apurados não evidenciar relações de influência.

Já no que respeita ao facto dos resultados apurados referentes à relação de influência entre o investimento em marketing e o desempenho, parece não evidenciar essa relação, deduz-se razoável o desempenho. Concluir-se-á, portanto, que os resultados apurados parecem claramente evidenciar relações lógicas de comportamento dos gestores das empresas do sector dos têxteis e confecções.

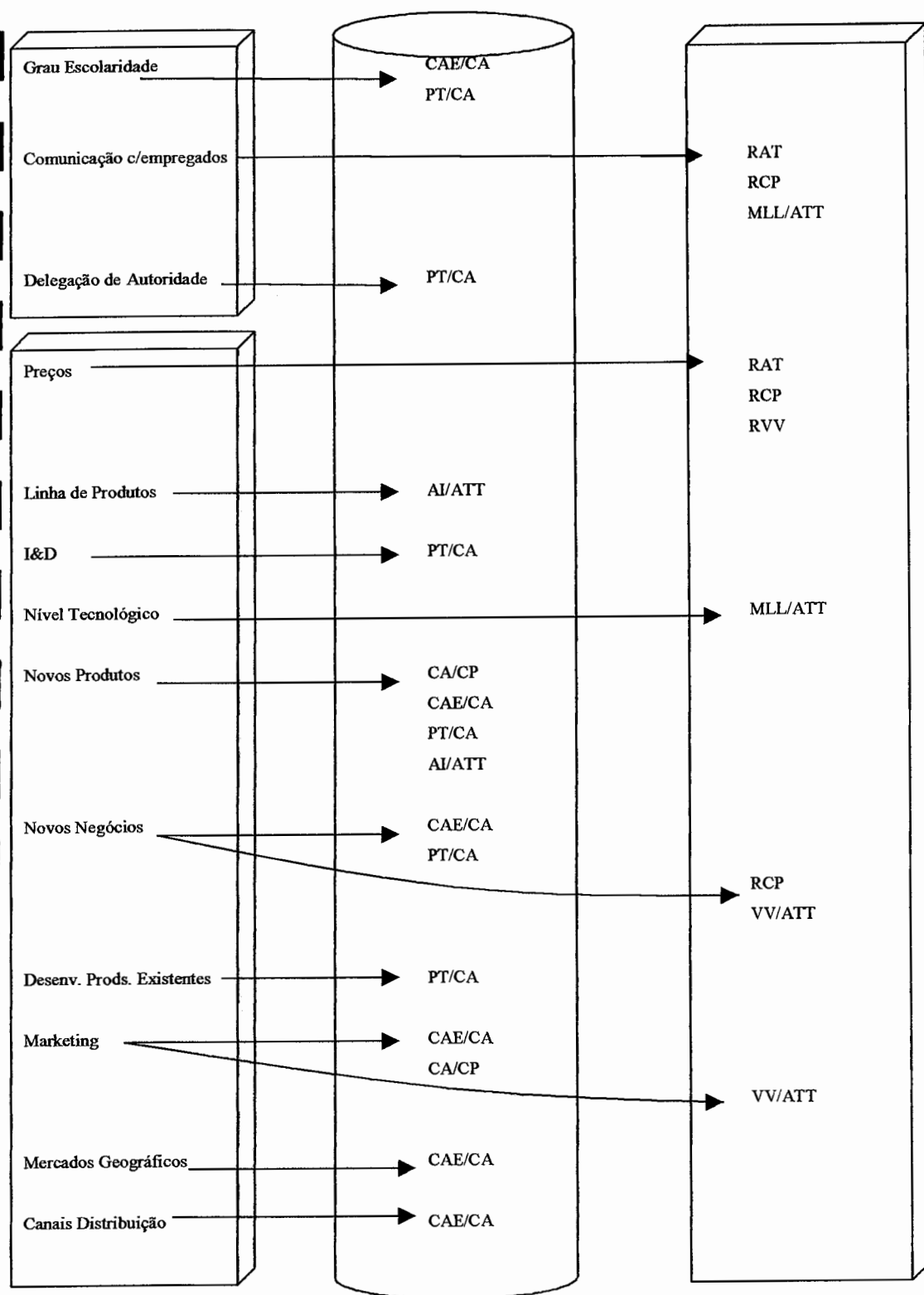
#### 5.2.1.2.3- Química e plásticos

As relações a abordar referem-se, portanto, àquelas que de forma clara se verificaram no sector da química e plásticos. Isto é, relações entre variáveis que apresentam diferenças significativas entre médias, ao longo do período em análise (1990-1997), com base em diferente tipologia do gestor e diferente opção de estratégia<sup>181</sup>. Colocam-se em evidência as respectivas variáveis apuradas entre cada dimensão-chave todas, portanto, com significado estatístico (Figura 7)<sup>182</sup>.

<sup>181</sup> Para analisar ver Anexo 4- Testes de normalidade e de homogeneidade de variâncias e Anexo 5- Teste t, por sector de actividade.

<sup>182</sup> As variáveis evidenciadas têm todas significado estatístico. As restantes ou não têm significado ou, eventualmente, poderão ter significado estatístico mas apenas pontualmente, pelo que não foram, em ambos os casos, consideradas.

Figura 7- Diagrama de relação entre variáveis de tipologia do gestor e opção de estratégia e a de estrutura financeira e desempenho, sector da química e plásticos



Numa análise mais detalhada pode observar-se, ao longo do período, o comportamento das

variáveis, nas suas diferentes relações de influência.

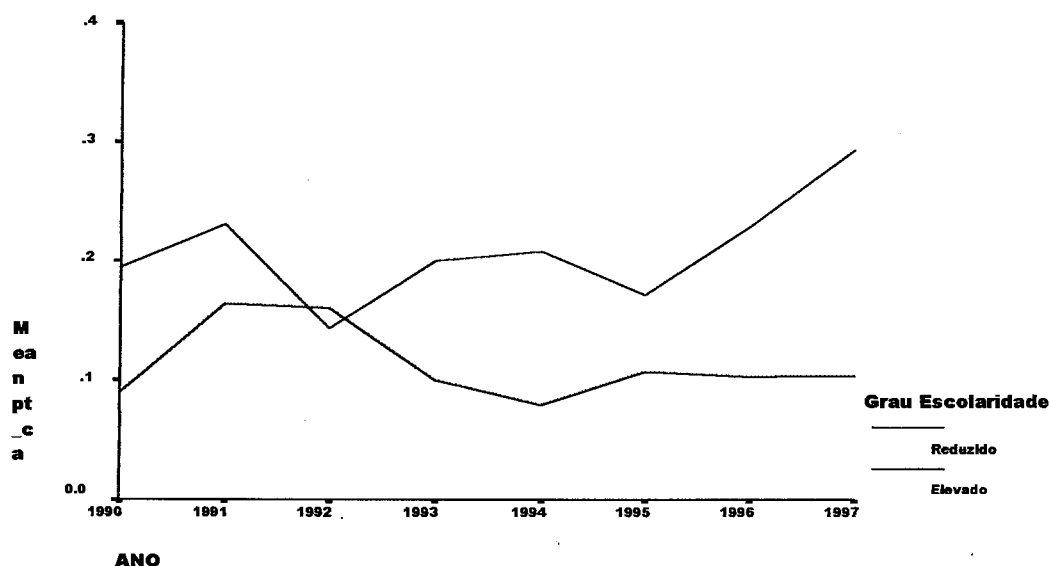
A especialização do gestor, com base no grau de escolaridade, é fraca e influencia a estrutura de endividamento, seja constituída por responsabilidades financeiras ou outras, de médio e longo prazos (CAE/CA) ou de curto prazo (PT/CA). Interpretado doutra forma, ao mais elevado grau de escolaridade correspondeu tendência para menor nível de endividamento, à qual seguiu tendência de crescimento (Gráfico 38).

Gráfico 38- Evolução da relação entre grau de escolaridade e CAE/CA, por ano



A influência entre o fraco nível de escolaridade e a tendência para o endividamento de curto prazo é acentuada, sendo claramente menor essa tendência quando os gestores têm maior escolaridade (Gráfico 39).

Gráfico 39- Evolução da relação entre grau de escolaridade e PT/CA, por ano



O comportamento do gestor, através da sua propensão para a comunicação com os empregados, apresenta fraca influência sobre a rendibilidade do activo total (RAT), influência negativa, nos primeiros anos do período em estudo e fraca nos seguintes sobre a rendibilidade do capital próprio (RCP) e tendência para não apostar no crescimento (MLL/ATT).

Ou seja, verifica-se que os gestores apresentam fraca tendência para comunicar com os empregados e quando o fazem tem fraca influência na rendibilidade do activo total (RAT), notando-se maior efeito nos anos de 1992 e 1996 (RAT) (Gráfico 40).

Gráfico 40- Evolução da relação entre comunicação com empregados e RAT, por ano



A aposta na comunicação com os empregados apresenta fraca relação de influência com a rendibilidade do capital próprio (RCP) sendo mesmo negativa nos anos de 1990 a 1992 (Gráfico 41).

Gráfico 41- Evolução da relação entre comunicação com empregados e RCP, por ano



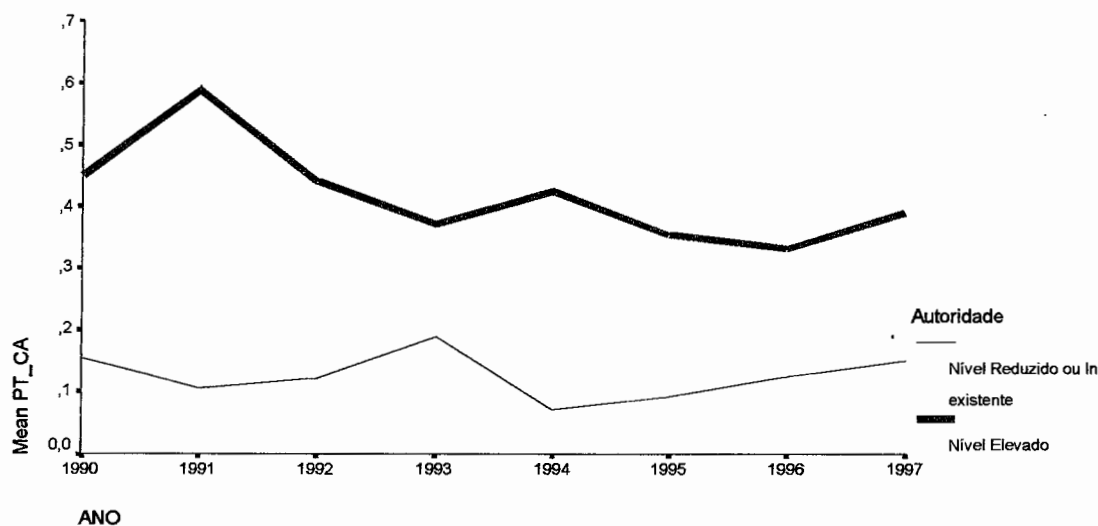
A aposta de nível elevado na comunicação com os empregados apresenta, ao longo do período, influência positiva sobre o índice de crescimento (MLL/ATT) (Gráfico 42). Pode derivar de deficiente comunicação pensando fazer bem, não sendo, no entanto, assim compreendido pelos empregados.

Gráfico 42- Evolução da relação entre comunicação com empregados e MLL/ATT, por ano



Por sua vez, o comportamento do gestor, medido em termos de tendência para a delegação de autoridade, influencia positivamente o endividamento de curto prazo (PT/CA) (Gráfico 43).

Gráfico 43- Evolução da relação entre delegação de autoridade e PT/CA, por ano

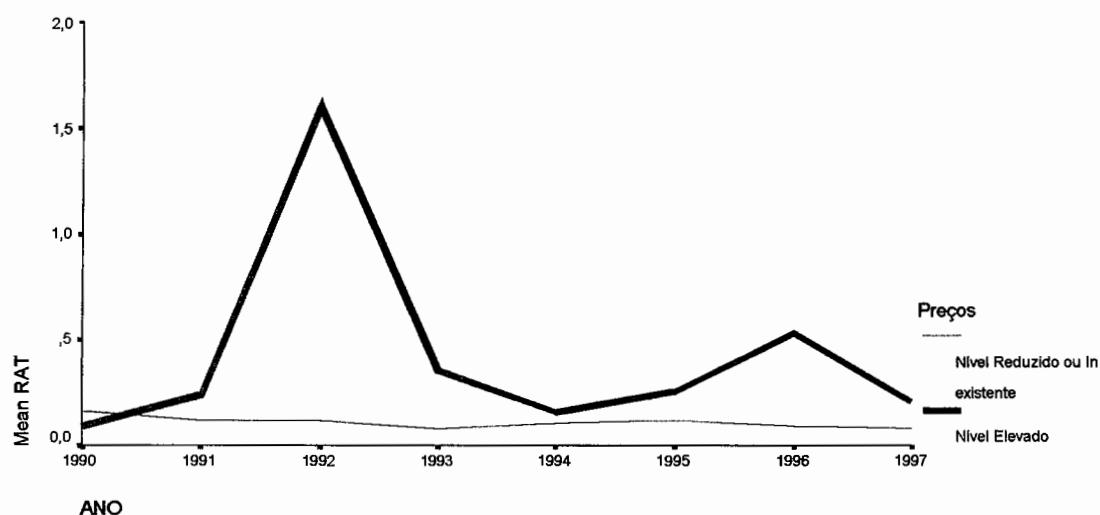


O efeito de transacção, tomado como opção de estratégia da empresa, medido com base no nível de preços praticados em relação à concorrência, apresenta influência positiva na rendibilidade do activo total (RAT), rendibilidade dos capitais próprios (RCP) e

rendibilidade das vendas (RVV).

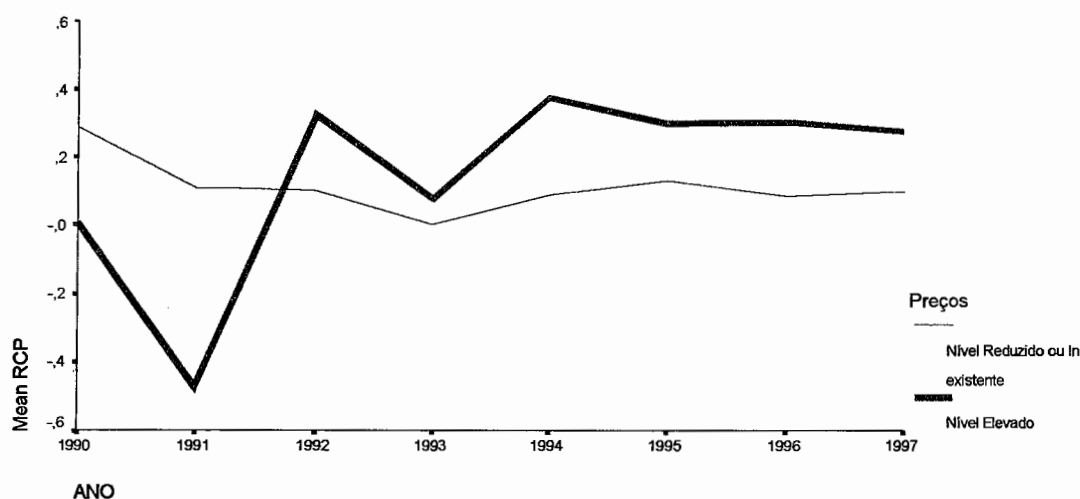
As empresas que apostam em preços de nível elevado face à concorrência apresentam influência positiva embora fraca sobre a rendibilidade do activo total (RAT). Destaca-se com acentuada influência, neste caso, os anos de 1992 e 1996 (Gráfico 44).

Gráfico 44- Evolução da relação entre política de preços e RAT



As empresas que optaram por uma política de preços de nível elevado, nos anos de 1990 e 1991, registaram influência negativa sobre a rendibilidade do capital próprio (RCP). A partir daqueles anos apresentam tendência para influenciar positivamente aquela rendibilidade (Gráfico 45).

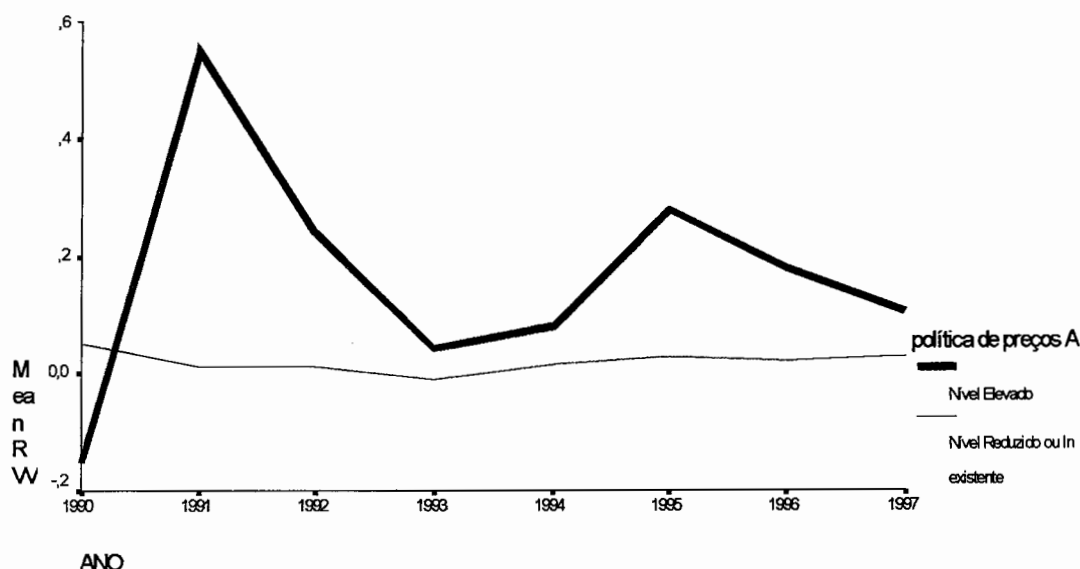
Gráfico 45- Evolução da relação entre política de preços e RCP



A opção de estratégia baseada em preços elevados é claramente uma aposta tendencialmente

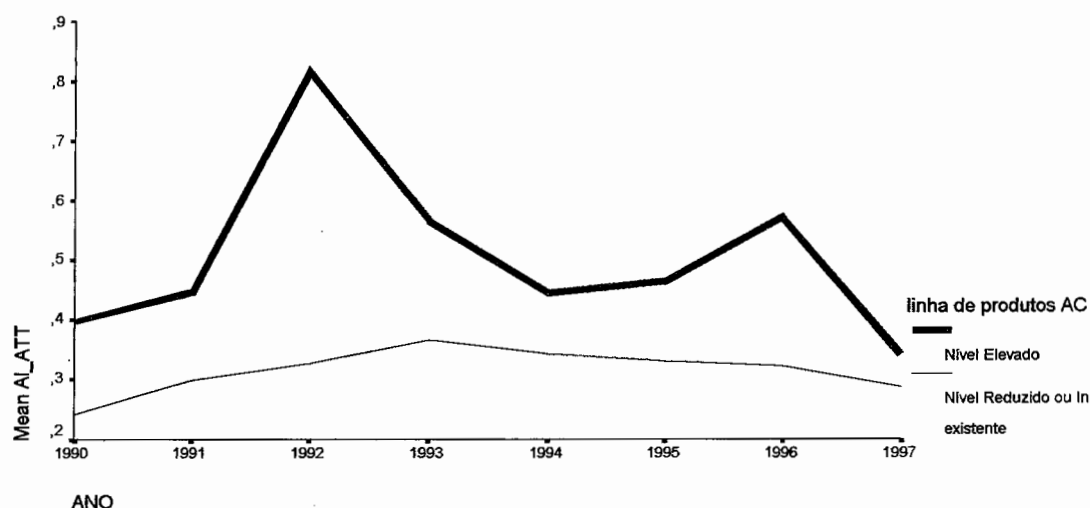
assumida, ao longo dos anos, embora com alguma oscilação, com destaque para os anos de 1991 e 1995. No que respeita à rentabilidade das vendas apresenta clara relação positiva com o nível de preços praticados pelas empresas, em termos médios, nos anos de 1991 e 1995 (Gráfico 46).

Gráfico 46- Evolução da relação entre política de preços e RVV, por ano



As empresas que seguem a estratégia de apostar claramente em novas linhas de produtos são, também, aquelas que de forma consistente, ao longo do período, apresentam maiores índices de investimento, medido em termos da relação AI/ATT. Destacam-se, de forma muito positiva, os anos de 1992 e 1996 (Gráfico 47).

Gráfico 47- Evolução da relação entre linha de produtos e AI/ATT, por ano

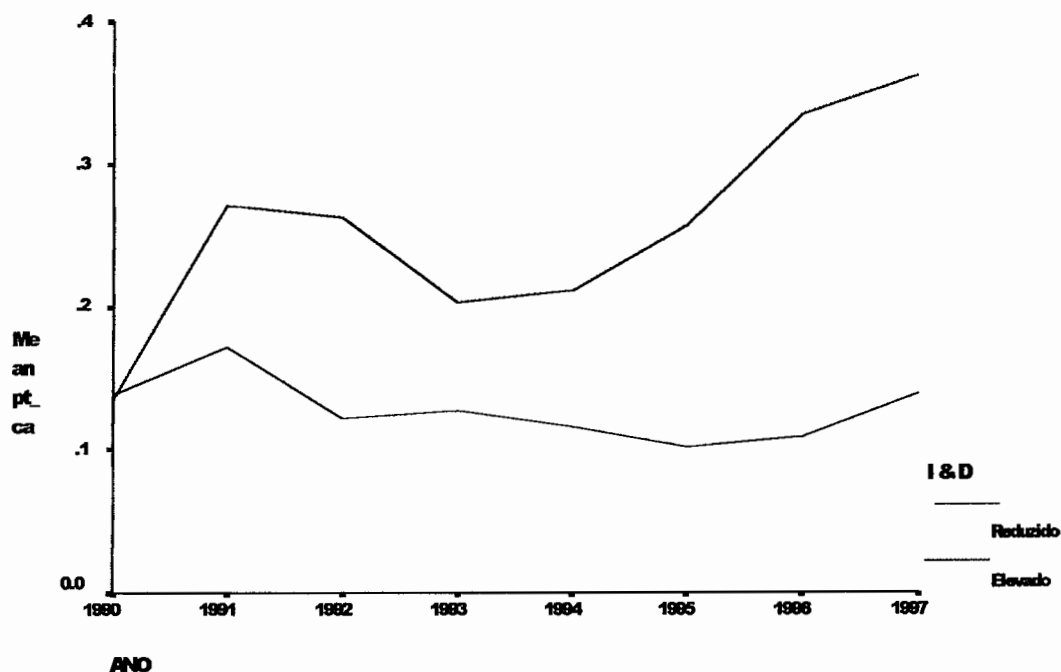


A opção de estratégia baseada na investigação e desenvolvimento é assumida por grande parte das empresas e influencia crescentemente o endividamento de curto prazo (PT/CA), ao



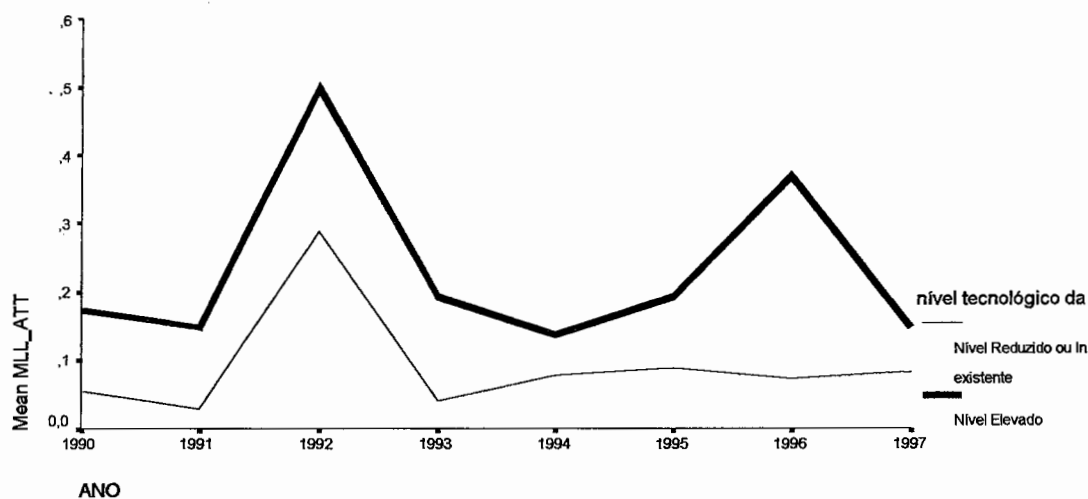
longo do período (Gráfico 48).

Gráfico 48- Evolução da relação entre investigação e desenvolvimento e PT/CA, por ano



A opção por nível tecnológico elevado face à concorrência, apresenta relação positiva com os meios libertos, identificados pela variável MLL/ATT, no período. Relevam-se os anos de 1992 e 1996 em que se verificou forte aposta (Gráfico 49).

Gráfico 49- Evolução da relação entre nível tecnológico e MLL/ATT, por ano

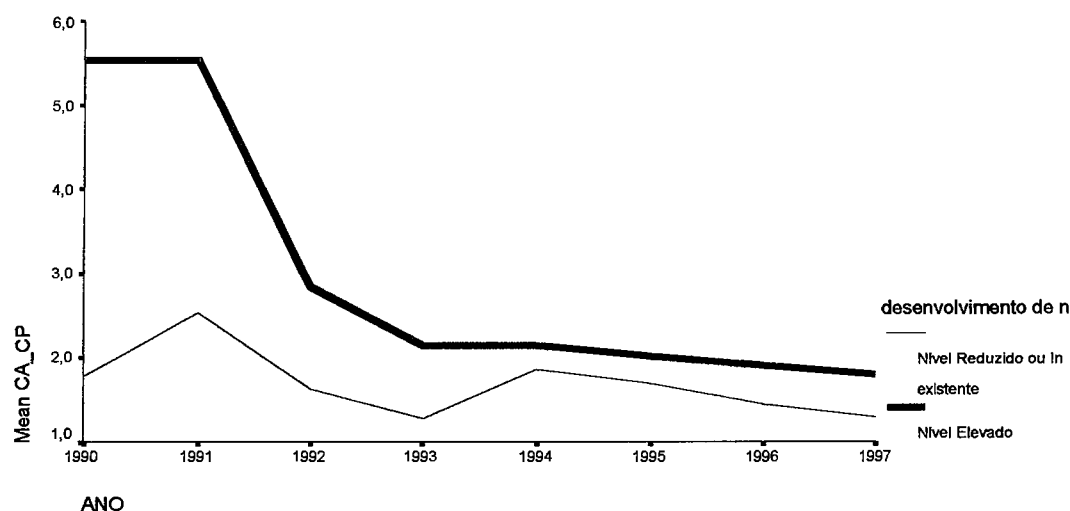


As empresas que apostaram no desenvolvimento de novos produtos influenciaram pela positiva todas as variáveis de estrutura financeira em análise (CA/CP, CAE/CA, PT/CA, AI/ATT), e fizeram-no em maior número em relação àqueles de aposta reduzida cuja

influência, nos casos em que se verificou, também demonstram ser positiva.

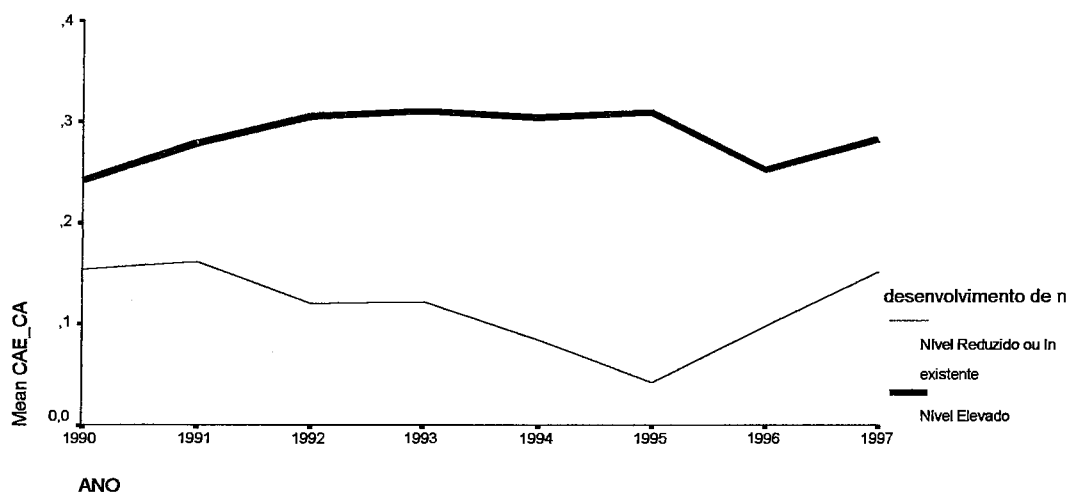
Verificou-se que a aposta no desenvolvimento de novos produtos foi claramente assumida e apresentou nível mais elevado de influência, nos anos de 1990 e 1991, vindo a diminuir nos anos seguintes, na estrutura do capital, identificada pelo rácio CA/CP (Gráfico 50).

Gráfico 50- Evolução da relação entre desenvolvimento de novos produtos e CA/CP, por ano



A aposta em novos produtos foi claramente assumida e apresenta marcada influência no endividamento de médio e longo prazos, medido pelo rácio CAE/CA, ao longo do período (Gráfico 51).

Gráfico 51- Evolução da relação entre desenvolvimento de novos produtos e CAE/CA, por ano



A aposta em novos produtos apresenta marcada influência no endividamento de curto prazo,

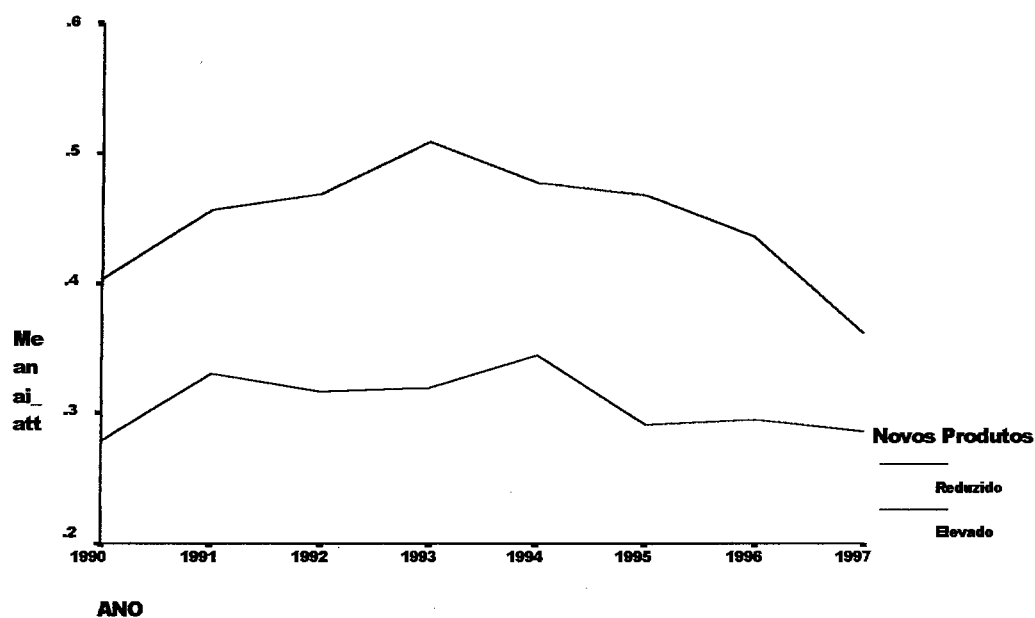
medido pelo rácio PT/CA, ao longo do período (Gráfico 52).

Gráfico 52- Evolução da relação entre desenvolvimento de novos produtos e PT/CA, por ano



A opção de estratégia no desenvolvimento de novos produtos, de nível elevado, foi assumida, ao longo do período, com tendência para diminuir quanto à influência no investimento, variável identificada pelo rácio AI/ATT (Gráfico 53).

Gráfico 53- Evolução da relação entre desenvolvimento de novos produtos e AI/ATT, por ano



Verifica-se que os gestores que mais apostaram na opção de estratégia por novos negócios

apresentam tendência para um mais elevado nível de endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA) e, simultaneamente, menor tendência para apostar no desempenho, medido este em termos de rentabilidade do capital próprio (RCP) e da rotação do investimento da empresa (VV/ATT). Os gestores que apresentam forte tendência para apostar em novos negócios orientam-se para o endividamento a curto prazo (PT/CA).

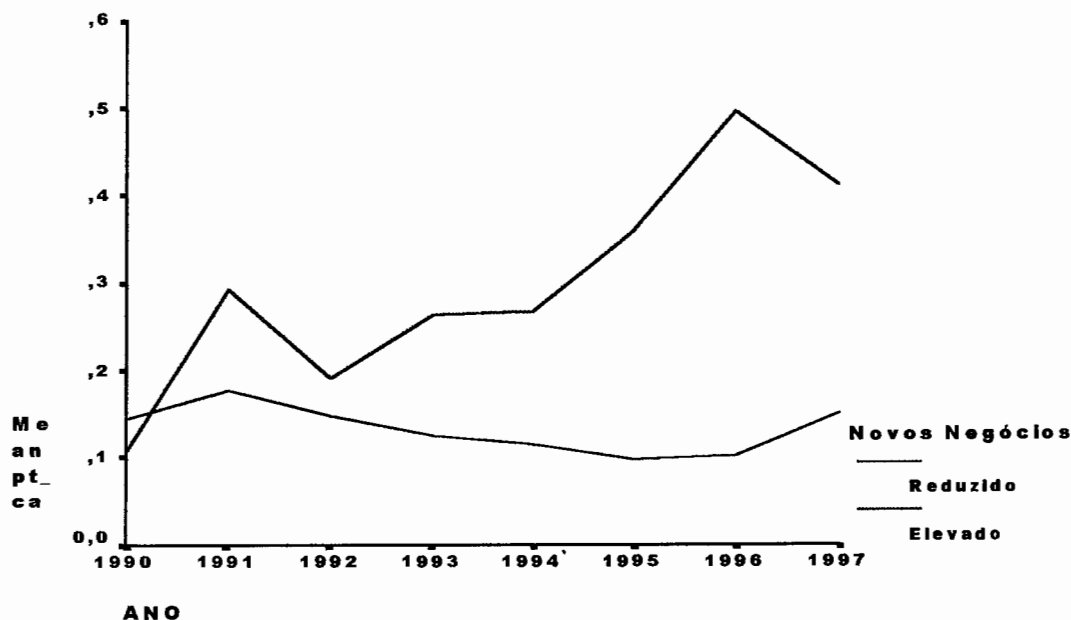
No período de 1992 a 1995 há clara influência positiva da aposta em novos negócios sobre o endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA). Não é, porém, essa a tendência quanto à aposta das empresas no que respeita aos anos de 1991 e 1996 e 1997 (Gráfico 54).

Gráfico 54- Evolução da relação entre novos negócios e CAE/CA, por ano



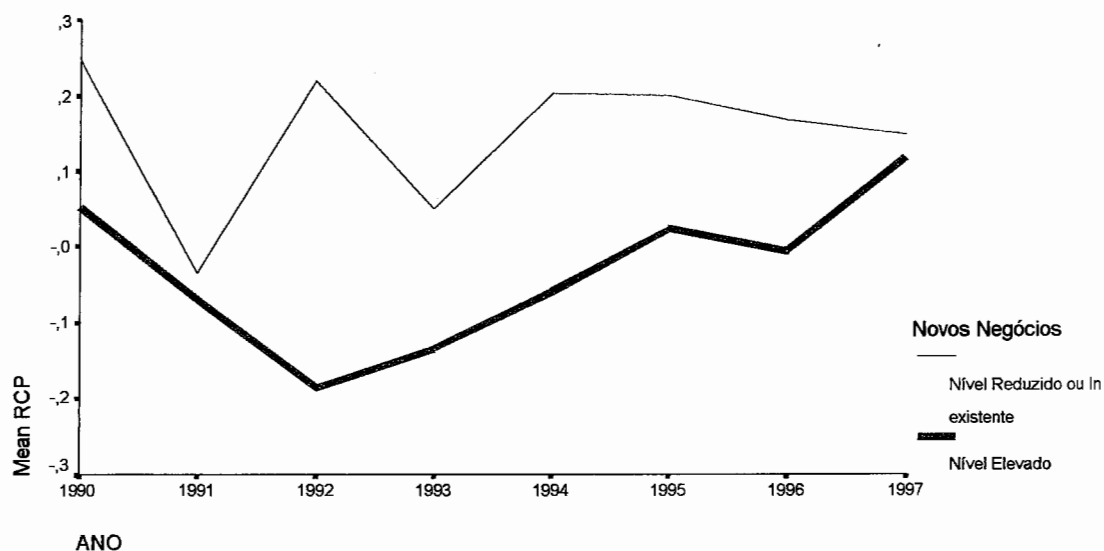
Verifica-se uma clara linha de tendência crescente, com relação de influência positiva, entre a aposta em novos negócios e o nível de endividamento a curto prazo das empresas (PT/CA), em termos médios, ao longo do período (Gráfico 55).

Gráfico 55- Evolução da relação entre novos negócios e PT/CA, por ano



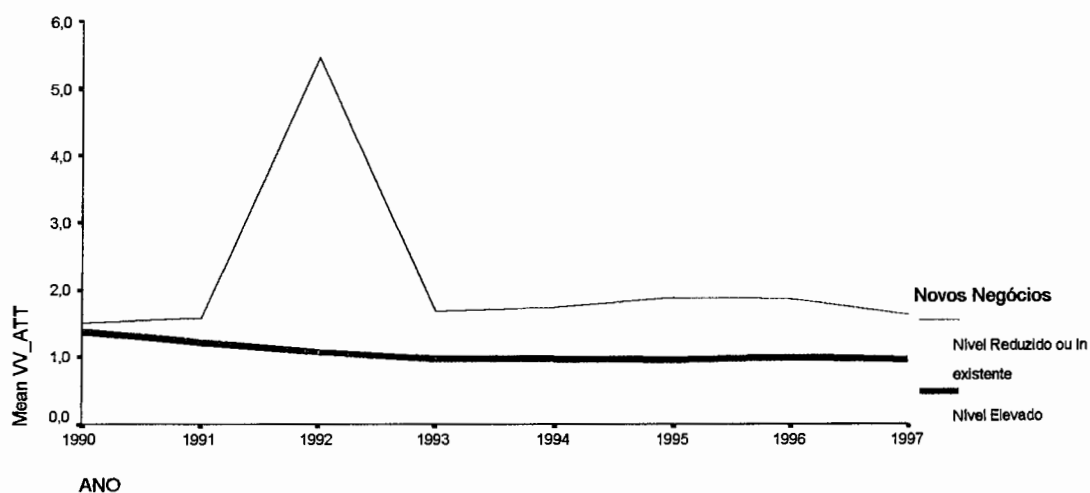
A aposta em novos negócios é fracamente assumida pelas empresas, em termos médios. No período de 1991 a 1995 essa aposta apresenta relação negativa com a rentabilidade do capital próprio, embora com tendência para se alterar, o que se já verifica no ano de 1997 (Gráfico 56).

Gráfico 56- Evolução da relação entre novos negócios e RCP, por ano



A aposta em novos negócios é de nível reduzido e apresenta fraca influência sobre a rotação do activo da empresa, ao longo do período, salvo no ano de 1992 (Gráfico 57).

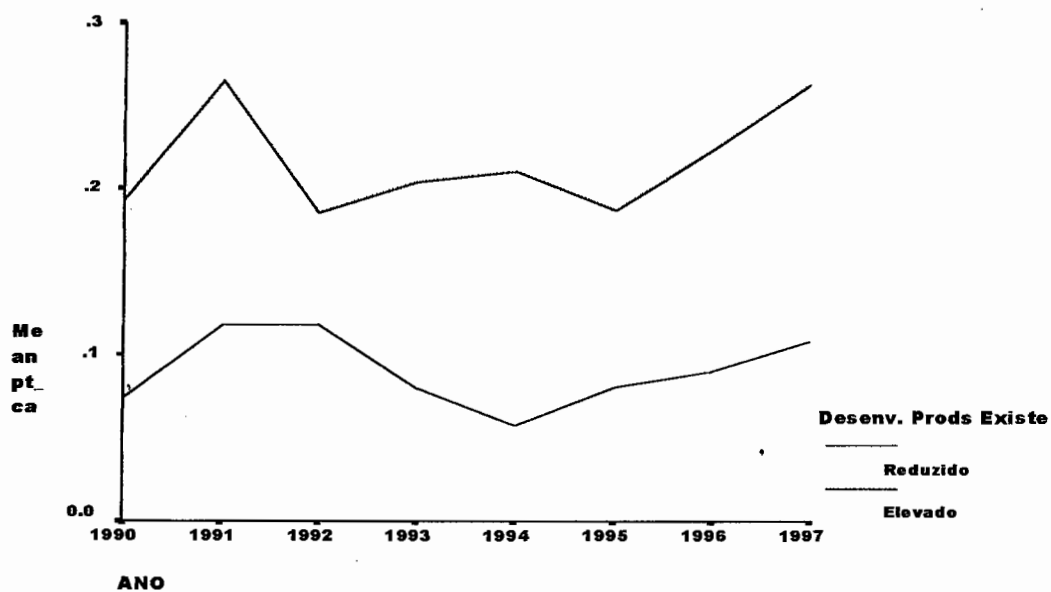
Gráfico 57- Evolução da relação entre novos negócios e VV/ATT, por ano



A opção de estratégia de desenvolver produtos existentes tem implicações de nível elevado no endividamento de curto prazo (PT/CA), quando é forte a aposta nesta opção de estratégia.

Apresenta-se clara a tendência quanto à influência positiva da opção pelo desenvolvimento de produtos existentes pelo endividamento de curto prazo (PT/CA), ao longo do período, para a média das empresas, sendo notória, também, a opção da grande parte das empresas (Gráfico 58).

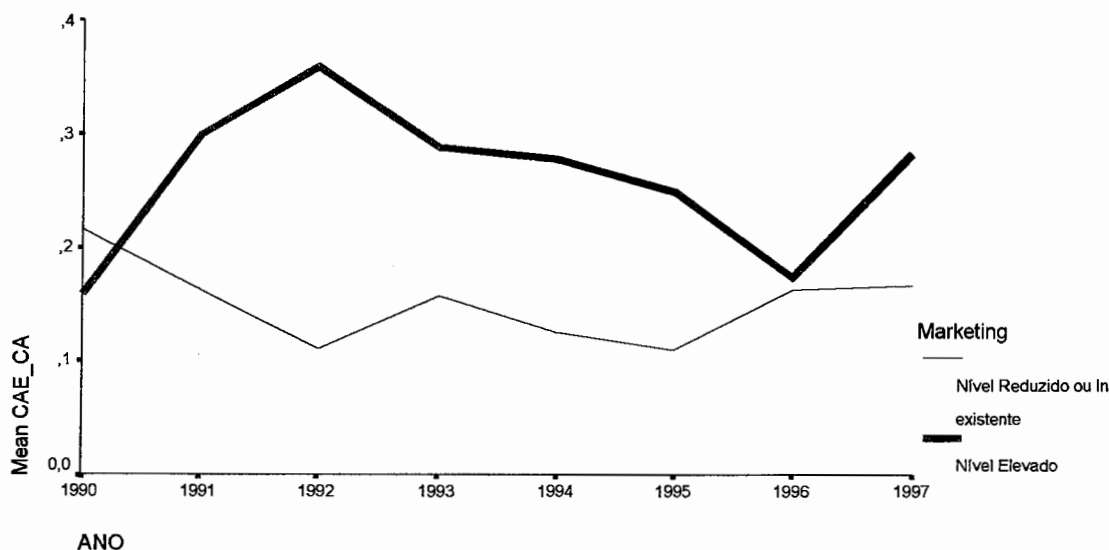
Gráfico 58- Evolução da relação entre desenvolvimento de produtos existentes e PT/CA, por ano



A aposta nas despesas de marketing mostra-se interessante pelo facto de serem as empresas com opções fortes em marketing aquelas que apresentam maior nível de endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA) e simultaneamente maior coeficiente de estrutura de capital (CA/CP), embora a maioria das empresas faça fraca aposta. Por sua vez, influenciam o desempenho através da variável da rotação do investimento (VV/ATT).

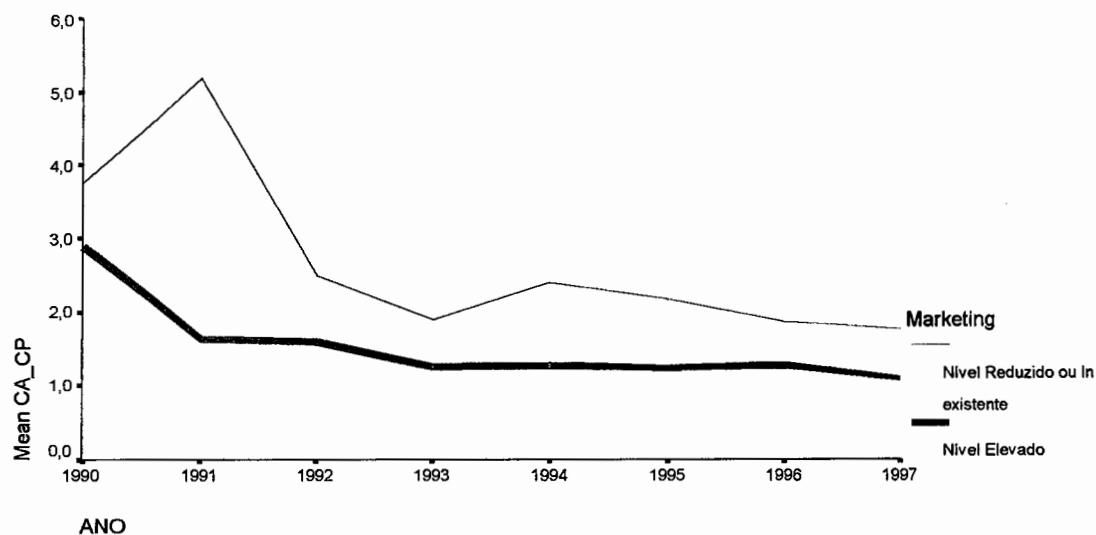
Ao longo do período, em geral, verifica-se a tendência das empresas, em termos médios, apostarem maioritariamente pelo marketing, embora se note algum decréscimo e retoma no ano de 1997. Por outro lado, esta opção de estratégia apresenta notória influência no endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA) (gráfico 59).

Gráfico 59- Evolução da relação entre intensidade de marketing e CAE/CA, por ano



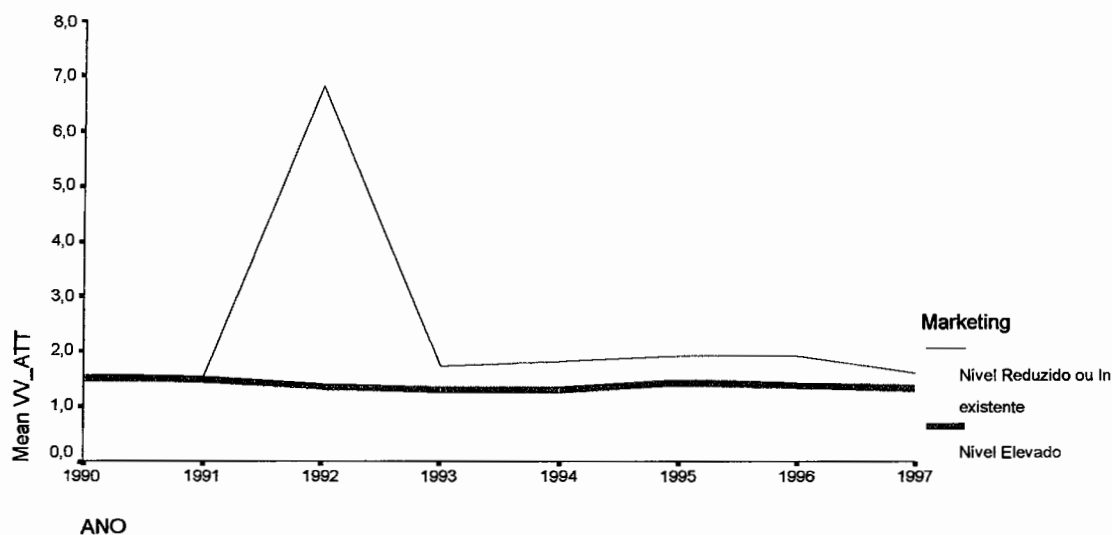
São em maior número as empresas que optam por não apostar no marketing mas aquelas que o fazem apresentam notória relação de influência positiva, embora decrescente, ao longo do período, com a estrutura de capital (CA/CP) (Gráfico 60).

Gráfico 60- Evolução da relação entre intensidade de marketing e CA/CP, por ano



Na mesma linha de tendência verifica-se a opção da maioria das empresas quanto à relação de influência positiva entre a aposta em marketing e a rotação do investimento da empresa (VV/ATT) (Gráfico 61).

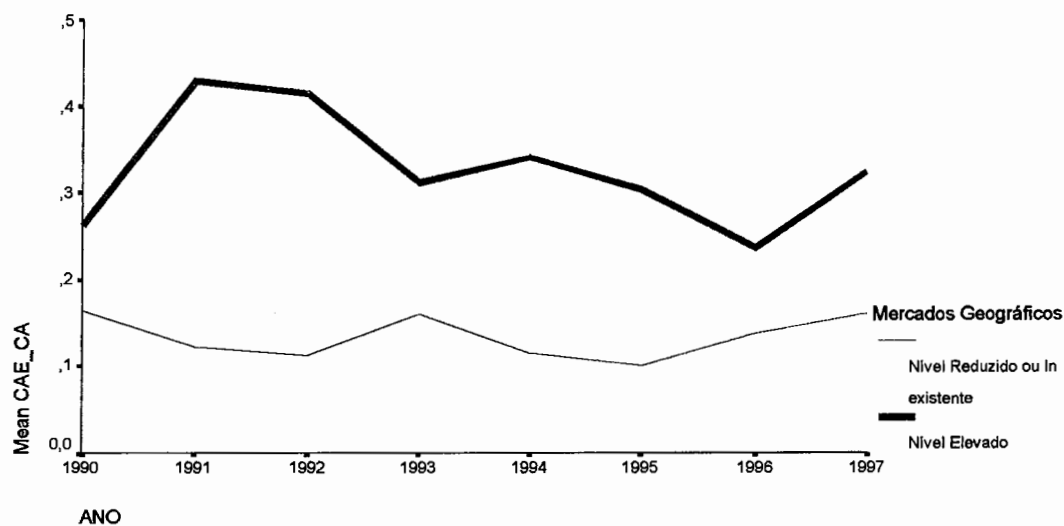
Gráfico 61- Evolução da relação entre intensidade de marketing e VV/ATT, por ano



A aposta elevada em novos mercados geográficos, como opção de estratégia de expansão, reflectiu-se em maiores índices de endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA), ao longo do período (Gráfico 62).

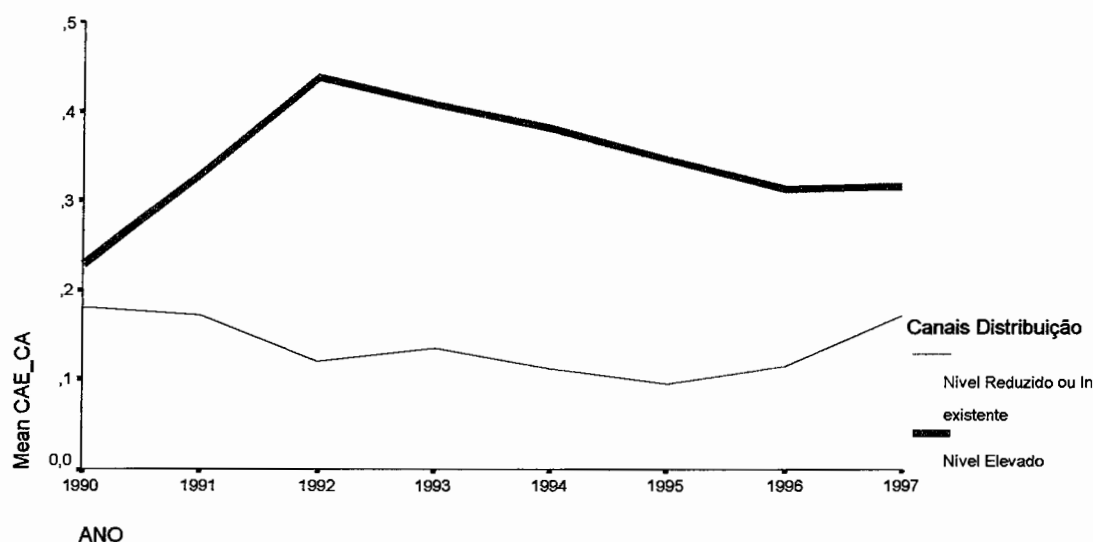


Gráfico 62- Evolução da relação entre mercados geográficos e CAE/CA, por ano



A opção de estratégia de expansão, através de novos canais de distribuição, determinou relação de influência positiva com maiores níveis de endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA) (Gráfico 63).

Gráfico 63- Evolução da relação entre canais de distribuição e CAE/CA, por ano



As empresas do sector da química e plásticos parecem evidenciar relação de influência positiva entre a especialização dos gestores (grau de escolaridade) e o seu comportamento (através da delegação de autoridade) com a opção pelo endividamento de curto, médio e longo prazos (PT/CA; CAE/CA). Aliás, os resultados parecem relevar a especialização e o comportamento como as características dos gestores que asseguram claramente a sua

orientação em apostar nas diversas formas de endividamento.

Por outro lado, parece evidente que os gestores propensos à comunicação com os empregados influenciaram positivamente a rendibilidade (RAT; RCP) e o índice de crescimento (MLL/ATT), o que parece em conformidade com a propensão natural para a delegação de autoridade, como forma de envolver e de responsabilizar os quadros técnicos da empresa no desempenho das empresas.

Não é evidenciada como relevante a personalidade dos gestores, baseada na propensão para o risco, o que parece natural atendendo às particularidades das empresas do sector da química e plásticos, sustentadas em tecnologias e processos relativamente desenvolvidos, complexos e exigentes, em termos da qualificação dos quadros técnicos, conducente ao efeito de maior envolvimento nos processos, com consequências na sua motivação.

As opções parecem claramente sustentarem-se nas estratégias de transacção, inovação, diversificação e expansão, qualquer delas com efeitos, ainda que distintos, na estrutura financeira e no desempenho das empresas. A estratégia de transacção, baseada no preço, parece claramente evidenciar influência positiva nas diferentes rendibilidades (RAT; RCP; RVV). Ou seja, a aposta no preço de nível elevado parece ser a mais adequada para obter melhor rendibilidade. Isto é o que decorre da observação de casos diversos.

Pretendendo-se a melhor rendibilidade, em regra, ou se actua nos custos, com as dificuldades que muitas vezes derivam da forma como as empresas estão organizadas, ou se actua nos preços, procurando diferente posicionamento para os produtos. Esta estratégia orientada para preços mais elevados obriga a cuidar dos produtos ou da marca dos produtos, em busca de um preço prémio. Parece ser este o caso. As empresas consideraram certamente a aposta em preços elevados como a mais consentânea para obter melhor rendibilidade.

A estratégia de inovação, baseada na investigação e desenvolvimento, parece afectar de forma positiva o financiamento de curto prazo (PT/CA), ao passo que a estratégia baseada no nível tecnológico tem efeitos positivos no índice de crescimento (MLL/ATT). A análise destas variáveis, em regra, conduz a verificar a sua associação com as políticas de investimento seguidas pelas empresas. Não é o que se verifica neste caso, presumindo-se que

as empresas estejam a financiar os investimentos na investigação com recurso a capitais de curto prazo, o que a acontecer realmente é sintoma de grande fragilização.

Quanto à aposta estratégica no desenvolvimento tecnológico o resultado parece mais consentâneo com o que se depreende da verificação empírica, no sentido de que as empresas com este tipo de aposta acabam por ter efeitos ao nível do desenvolvimento da sua actividade, o que neste caso se confirma.

A estratégia de diversificação é normalmente seguida pelas empresas que se encontram em actividades maduras, sujeitas a grande desgaste ao nível das margens, por força da estagnação do mercado e da acção crescente da concorrência. Uma das orientações segue no sentido de apostar em novos negócios, através da diversificação, o que obriga a realizar novos investimentos com fundos próprios ou a recorrer ao endividamento de médio e longo prazos.

Neste caso, parece verificar-se a aposta no endividamento de médio e longo prazos mas também de curto prazo, o que corrobora a análise realizada referente à investigação e desenvolvimento. Presume-se que as empresas têm dificuldades em dispor de capitais próprios suficientes, pelo que, em alternativa, optam pelo endividamento como forma de suprirem as carências pela falta de capitais próprios e pela insuficiência do auto-financiamento, com os riscos inerentes a tal aposta.

Por sua vez, a aposta na estratégia de diversificação parece ter efeitos positivos na rendibilidade dos capitais próprios, o que atesta a prova de que maior endividamento implica maior rendibilidade dos capitais próprios, a par dos efeitos positivos na rotação dos activos, que decorre paralelamente do aumento das vendas.

A estratégia de expansão, baseada em novos produtos, no desenvolvimento dos produtos existentes, na intensidade de marketing, em novos mercados geográficos e nos canais de distribuição, parece ter relação de influência positiva com o endividamento de curto, médio e longo prazos (PT/CA; CAE/CA). A estratégia de expansão, baseada em novas linhas de produtos, parece ter influência positiva no investimento (AI/ATT).

O que estes resultados demonstram é que as apostas estratégicas das empresas são essencialmente sustentadas no recurso ao endividamento, presumindo-se existirem dificuldades em dispor de capitais próprios e ser o auto-financiamento insuficiente.

Esta situação, naturalmente, não espanta quem conhece razoavelmente a situação e o comportamento das empresas portuguesas, em especial deste sector de actividade. A surpresa reside no facto de, sendo este um sector de actividade associado a investimentos em volume exigindo alguma técnica e qualidade, não disporem as empresas de situação com maior equilíbrio ao nível da estrutura de capital. Os dados parecem demonstrar evidência da relação de influência entre a estratégia orientada para o marketing com a estrutura de capital, com tendência para reduzir a sua importância, não se esclarecendo claramente o que se passa relativamente ao capital próprio. Parece verificar-se, no entanto, importante aposta no endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA), o que é significativo como opção pelo endividamento no sector da química e plásticos, a par da influência na rotação do activo, que o mesmo é dizer no volume de actividade.

De salientar, o facto da estratégia de expansão, em geral, não evidenciar efeitos ao nível do desempenho das empresas, contrariamente à estratégia de transacção baseada no preço, cujos efeitos parecem influenciar exclusivamente o desempenho, em especial a rentabilidade das empresas.

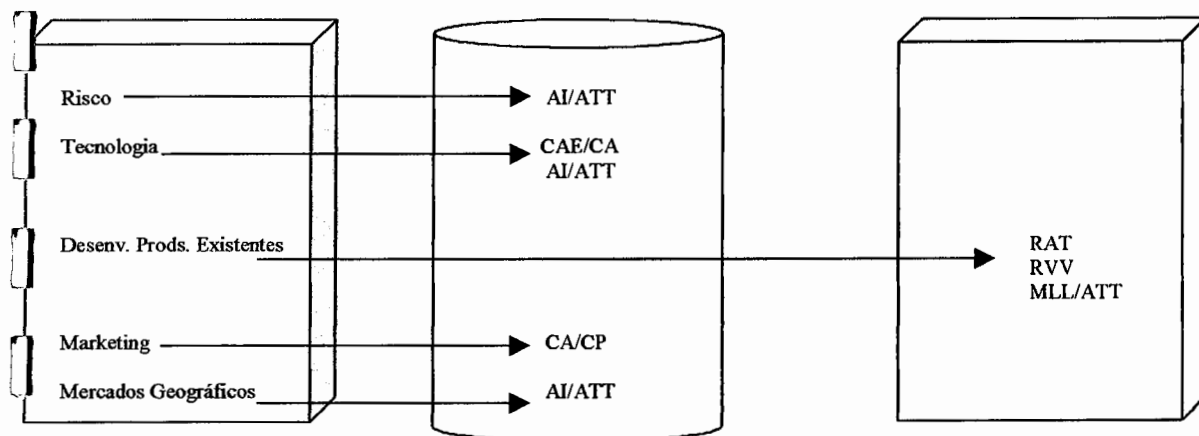
#### 5.2.1.2.4- Metalurgia e metalomecânica

As relações a abordar referem-se àquelas que de forma clara foram verificadas no sector da metalurgia e metalomecânica. Isto é, relações entre variáveis que apresentam diferenças significativas entre médias, ao longo do período em análise (1990-1997), com base em diferente tipologia do gestor e diferente opção de estratégia<sup>183</sup>. Colocam-se em evidência as respectivas variáveis apuradas entre cada dimensão-chave todas, portanto, com significado estatístico (Figura 8)<sup>184</sup>.

<sup>183</sup> Para analisar ver Anexo 4- Testes de normalidade e de homogeneidade de variâncias e Anexo 5- Teste t, por sector de actividade.

<sup>184</sup> As variáveis evidenciadas têm todas significado estatístico. As restantes ou não têm significado ou, eventualmente, poderão ter significado estatístico mas apenas pontualmente, pelo que não foram, em ambos os casos, consideradas.

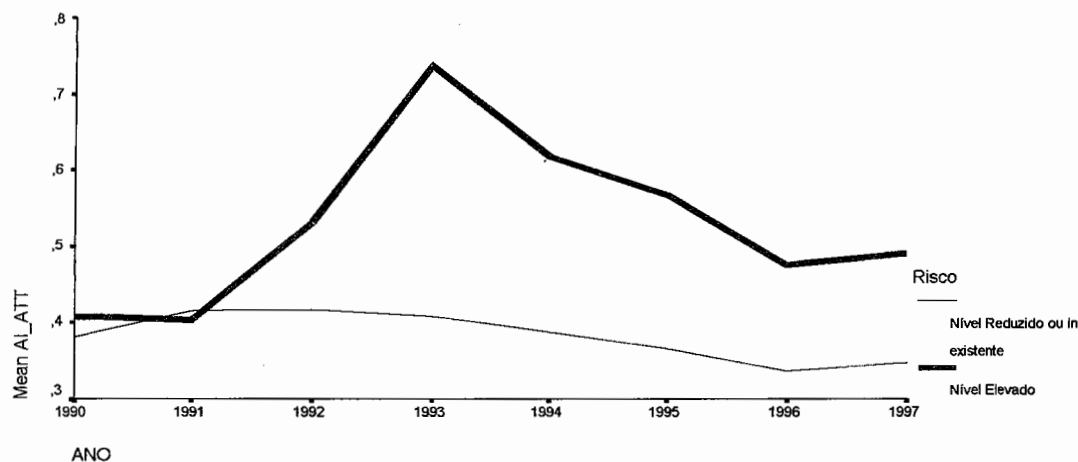
Figura 8- Diagrama de relação entre variáveis de tipologia do gestor e opção de estratégia e de estrutura financeira e desempenho, sector da metalurgia e metalomecânica



Numa análise mais detalhada pode observar-se, ao longo do período, o comportamento das variáveis, nas suas diferentes relações de influência.

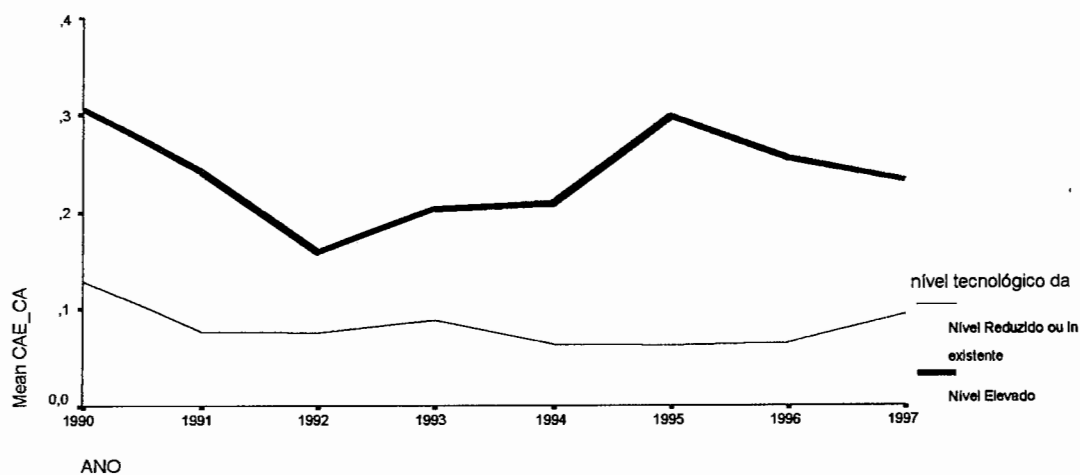
A personalidade do gestor, reflectida na sua propensão ao risco, influenciou de forma positiva o nível de investimento na empresa, medido em termos do rácio AI/ATT. Ou seja, verifica-se a tendência para este tipo de gestor apostar claramente no investimento (Gráfico 64).

Gráfico 64- Evolução da relação entre propensão ao risco e AI/ATT, por ano



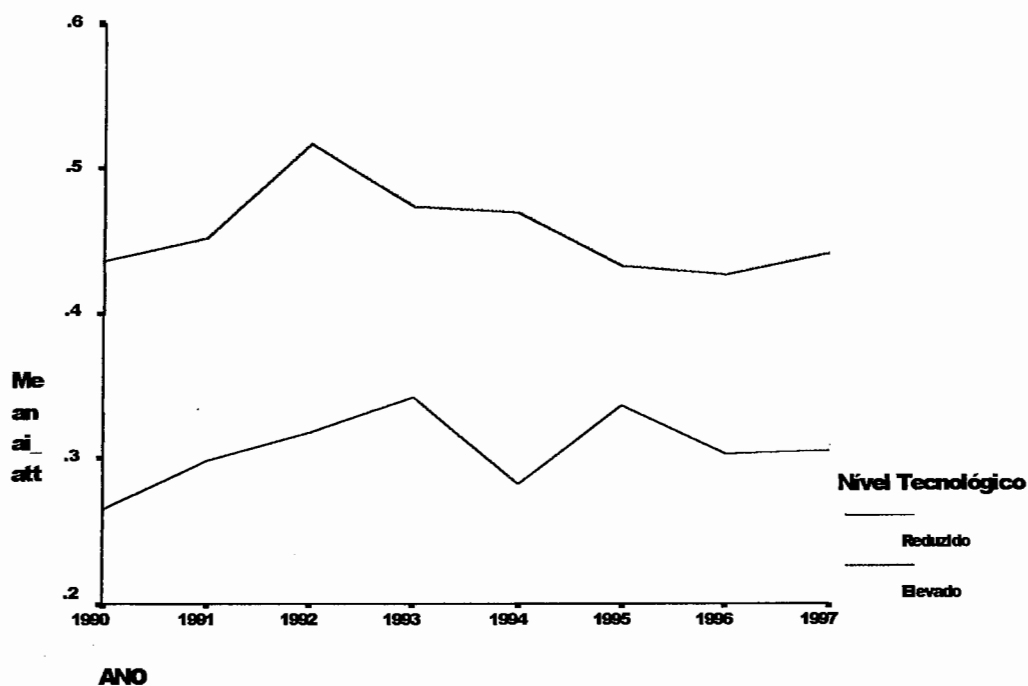
A opção de estratégia pelo nível tecnológico elevado face à concorrência, tem implicação positiva nos investimentos a médio e longo prazos (CAE/CA). A aposta em tecnologia é claramente uma opção seguida de nível elevado ao longo do período (Gráfico 65).

Gráfico 65- Evolução da relação entre nível tecnológico e CAE/CA, por ano



Essa mesma opção pela tecnologia é aposta de nível elevado com influência positiva no investimento da empresa (AI/ATT), ao longo do período, com destaque especial para o ano de 1992 (Gráfico 66).

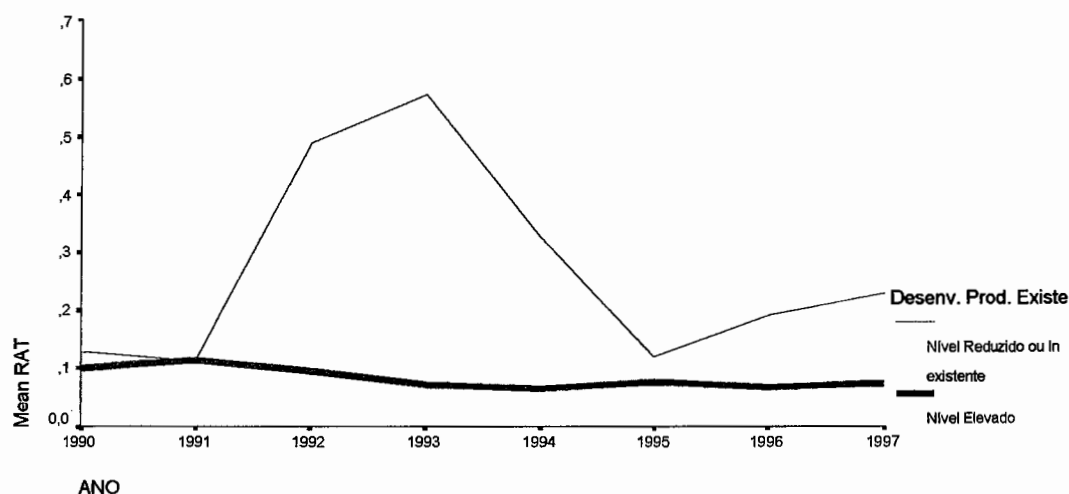
Gráfico 66- Evolução da relação entre nível tecnológico e AI/ATT, por ano



A opção de estratégia no desenvolvimento de produtos existentes apresentou reduzida influência positiva na rentabilidade do activo total (RAT), na rentabilidade das vendas (RVV) e na propensão para o crescimento (MLL/ATT).

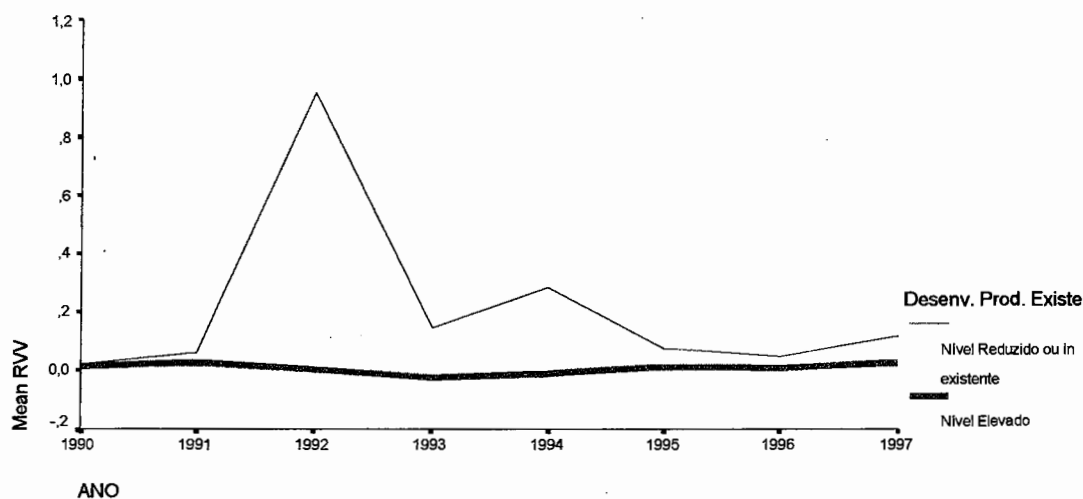
Verifica-se que a maioria das empresas, em termos médios, não optaram no desenvolvimento de produtos existentes e que aquelas que o fizeram obtiveram reduzida relação de influência na rentabilidade do activo total (RAT) (Gráfico 67).

Gráfico 67- Evolução da relação entre desenvolvimento de produtos existentes e RAT, por ano



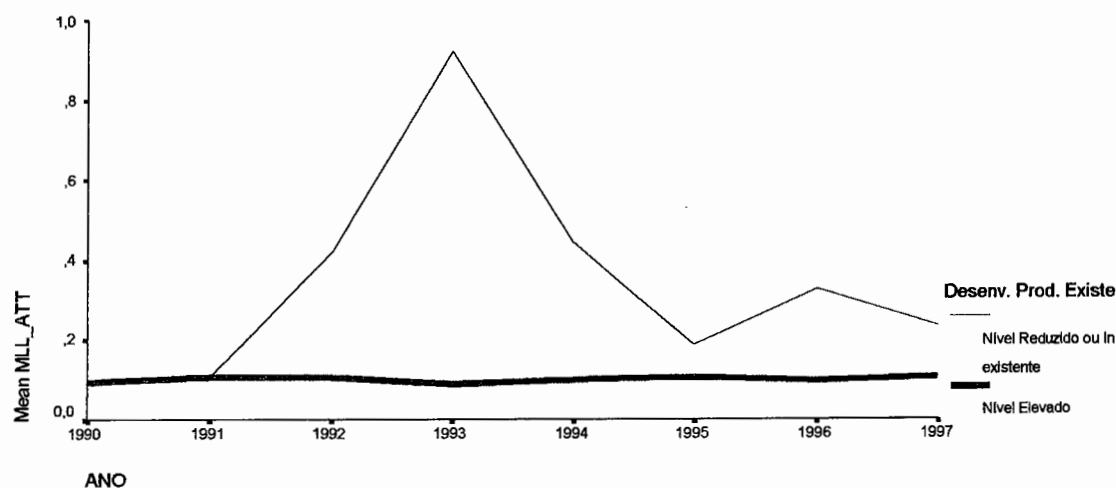
Aquela mesma situação verificou-se face à opção pelo desenvolvimento de produtos existentes e influência ao nível da rentabilidade das vendas (RVV), ao longo do período (Gráfico 68).

Gráfico 68- Evolução da relação entre desenvolvimento de produtos existentes e RVV, por ano



A situação repete-se avaliando a relação entre o desenvolvimento de produtos existentes e o índice de crescimento da empresa, medido pelo rácio MLL/ATT (Gráfico 69).

Gráfico 69- Evolução da relação entre desenvolvimento de produtos existentes e MLL/ATT, por ano



A opção de estratégia pelo investimento em marketing, realizada pela empresa, apresentou clara relação de influência positiva na estrutura de capital (CA/CP), ao longo do período, do qual destaca-se o ano de 1993 (Gráfico 70).

Gráfico 70- Evolução da relação entre intensidade de marketing e CA/CP, por ano

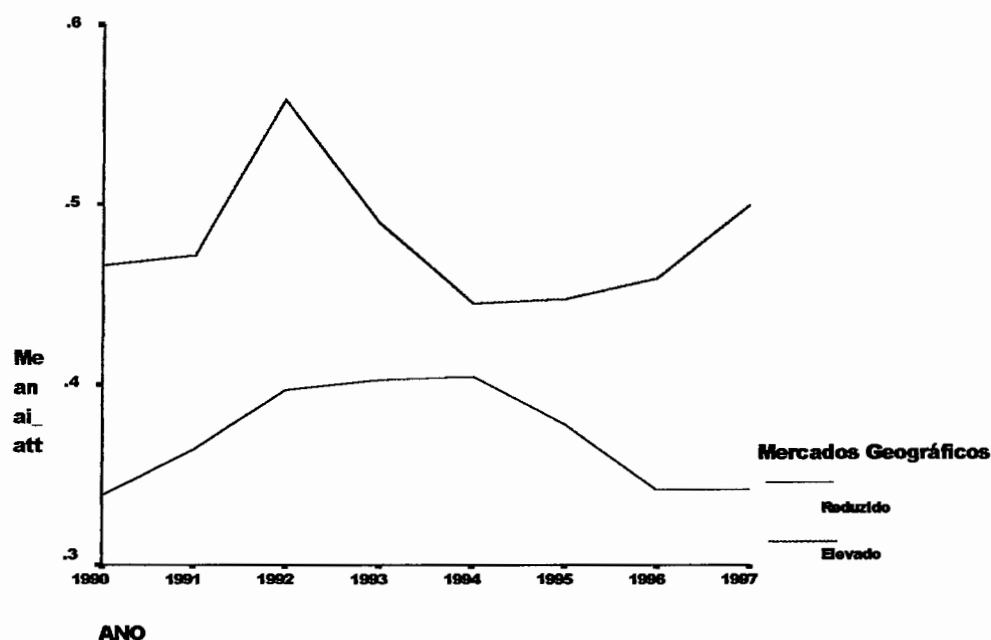


A opção de estratégia de expansão orientada para novos mercados geográficos determina níveis mais elevados de investimento na empresa, identificado pelo rácio AI/ATT, ao longo



do período, com claro destaque para o ano de 1992 (Gráfico 71).

Gráfico 71- Evolução da relação entre novos mercados geográficos e AI/ATT, por ano



As empresas do sector da metalurgia e metalomecânica parecem evidenciar relação de influência positiva entre a personalidade dos gestores (propensão para o risco) e o investimento (AI/ATT).

Trata-se de uma relação que parece estar consonante com o que se depreende deste tipo de empresas, na medida em que ao trabalharem muitas delas por encomenda necessitam de adequar, em muitos dos casos, os investimentos às necessidades dos clientes, face à concorrência, para fabricar produtos adequados e com qualidade. Por outro lado, parece ser este um tipo de negócio muito dependente da personalidade dos gestores, exigindo intervenção regular junto dos clientes. Neste caso, parece que os resultados apurados não evidenciam, em especial, qualquer relação envolvendo elementos de comportamento dos gestores, nem, por outro lado, evidenciam qualquer relação dos atributos dos gestores com o endividamento, sabendo-se que, em regra, é um sector de actividade muito dependente dos financiamentos. De qualquer maneira, a relação verificada parece aceitável.

Evidencia-se, por outro lado, a orientação de estratégia para a inovação, baseada em nova tecnologia, com influência positiva no investimento (AI/ATT) e no endividamento a médio

longo prazos (CAE/CA). Esta verificação parece fazer todo o sentido, pelas razões anteriormente aduzidas. Neste quadro, parece lógico que uma acentuada aposta na tecnologia, evidenciada como característica das empresas deste sector de actividade, implique o recurso ao endividamento de médio e longo prazos.

Evidencia-se, também, a orientação de estratégia para a expansão, baseada no desenvolvimento de produtos existentes, na intensidade do marketing e na aposta em novos mercados geográficos. Os resultados parecem indicar a aposta no desenvolvimento dos produtos existentes como o elemento que directamente implica, em especial, com a rendibilidade da empresa (RAT), já que parece neutra a influência na rendibilidade das vendas (RVV), e com o índice de crescimento (MLL/ATT), o que parece fazer sentido.

Este não é certamente um sector de actividade com as empresas propensas em apostar em novos produtos ou em privilegiar a investigação. Contudo, dada a necessidade em assegurar volume de actividade os resultados evidenciam a importância concedida ao marketing que parece influenciar positivamente a estrutura de capital (CA/CP). No entanto, parece que seria mais razoável que a influência se fizesse sentir ao nível da rendibilidade das vendas e do índice de crescimento, o que não se verificou.

A aposta em novos mercados geográficos parece evidenciar relação positiva com o investimento (AI/ATT), o que faz sentido, na medida em que este tipo de aposta exige que se façam investimentos, por vezes de valor elevado e por largo tempo. Trata-se de estratégia que exige persistência e a assunção de riscos, o que está de acordo com a característica de personalidade evidenciada aos gestores deste sector de actividade.

### 5.2.2- Conclusões

As conclusões referem-se à análise das relações que parecem confirmar, com elevado nível de confiança, as relações entre variáveis de tipologia do gestor e opção de estratégia e variáveis de estrutura financeira e de desempenho. Apresentam-se, pela mesma ordem, as obtidas com base no estudo da amostra global e cada um dos respectivos sectores de actividade da alimentação, têxteis e confecções, química e plásticos e metalurgia e

metalomecânica.

#### 5.2.2.1- Amostra global

A análise das relações de influência revelou, referente à amostra global, não ser possível detectar qualquer linha de tendência consistente entre as variáveis que constituem as dimensões-chave da tipologia do gestor e opção de estratégia e da estrutura financeira e desempenho.

#### 5.2.2.2- Sector da alimentação

- a) A aposta em linhas de produtos e novos produtos apresenta relações de influência positiva, embora fracas, com a estrutura de capital (CA/CP) e com o endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA). Quer isto dizer, a opção de estratégia, tendencialmente baseada na expansão, implica menor aposta no endividamento. Salienta-se, no entanto, o facto das empresas indiciarem ser fraca a opção pela expansão;
- b) As empresas apresentaram propensão para tendencialmente apostarem na expansão. Quando o fazem, a opção por novos mercados geográficos tem influência positiva na rendibilidade das vendas (RVV), ao passo que a opção por novos canais de distribuição implica maior nível de investimento (AI/ATT);
- c) Os gestores com maior grau de escolaridade são minoria e têm tendência para realizar menor aposta em investimento em imobilizado (AI/ATT), contrariamente àqueles que têm menor nível de escolaridade;
- d) Os gestores que apresentam maior tendência para comunicar com clientes, e são a maior parte deles, obtêm melhores níveis de rotação do activo da empresa (VV/ATT).

Em suma, a maioria dos gestores têm fraco nível de escolaridade e são, por sua vez, os que apresentam maior tendência para realizar investimentos em imobilizado. Por outro lado, verifica-se haver clara propensão das empresas para apostar na expansão para novos mercados geográficos e na diversificação dos produtos. No caso da aposta na expansão,

quando o fazem, obtêm maiores taxas de rendibilidade das vendas e fraca opção pelo endividamento.

#### 5.2.2.3- Sector dos têxteis e confecções

- a) Os gestores demonstram ser claramente propensos ao risco, com tendência para privilegiar o endividamento da empresa, tanto de curto como de médio e longo prazos (PT/CA, CAE/CA). Este facto faz com que seja maior o múltiplo que mede a estrutura de capital (CA/CP);
- b) As empresas orientam-se marcadamente para o investimento em tecnologia. Esta aposta tem reflexos francamente positivos na rendibilidade (RCP, RAT, RVV) e no índice de crescimento da empresa (MLL/ATT);
- c) Verifica-se clara aposta, por parte das empresas, no desenvolvimento dos produtos existentes, com efeito notório na estrutura de capital (CA/CP), mas decrescente ao longo do período. Esta mesma aposta tem influência positiva na rendibilidade do capital próprio (RCP);
- d) Verifica-se tendência clara para apostar em novas linhas de produtos, da qual resulta maior endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA), mas, também, o aumento da rotação do activo da empresa (VV/ATT);
- e) As empresas não demonstram grande interesse pela opção de estratégia orientada para a expansão, com base em novos canais de distribuição. Contudo, as que escolhem esse caminho aumentam o índice de investimento, por recurso ao imobilizado.

Em suma, verificou-se, pela observação conjugada das relações entre variáveis, que a maior aposta no desenvolvimento dos produtos existentes tem influência clara na estrutura de capital, através do endividamento a médio e longo prazos, com reflexos positivos na rendibilidade dos capitais próprios. Noutro sentido, verifica-se haver clara tendência para optar pela estratégia de expansão, com reflexos no investimento em imobilizado, na estrutura de capital e na rendibilidade. Há, por outro lado, empresas que optam claramente pela

inovação tecnológica, com reflexos positivos na sua rendibilidade e crescimento.

#### 5.2.2.4- Sector da química e plásticos

- a) A maioria dos gestores apresentam baixo nível de escolaridade, expressam tendência para a delegação de autoridade, ao longo do período, e demonstram clara aposta no endividamento a curto prazo (PT/CA) e a médio e longo prazos (CAE/CA);
- b) A maioria dos gestores, com tendência maioritária, apresentam comportamento orientado no sentido de não privilegiar a comunicação com os empregados. Neste caso, verifica-se ser fraca mas positiva a influência na rendibilidade do activo total (RAT), na rendibilidade do capital próprio (RAT), negativa nos anos de 1990 a 1992, e fraca, também, a incidência no índice de crescimento da empresa (MLL/ATT);
- c) As empresas que optaram por uma estratégia de diversificação, apostando em novos produtos e novos negócios, apresentam clara tendência positiva para o endividamento a curto prazo (PT/CA) e a médio e longo prazos (CAE/CA);
- d) As empresas que apresentam tendência para optarem por uma estratégia de expansão, baseada no marketing, em novos mercados geográficos e em novos canais de distribuição, recorrem especialmente ao endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA), com implicações no aumento do índice que identifica a estrutura de capital (CA/CP). No entanto, aquelas que apresentam tendência para apostar no marketing são em menor número, ao contrário do que acontece na aposta em novos mercados e novos canais de distribuição;
- e) As empresas com propensão para optar por uma estratégia de diversificação, baseada em linhas de produtos e novos produtos, e são a maioria, apresentam tendência para investirem em imobilizado (AI/ATT), embora seja notório o seu decrescimento, ao longo do período;
- f) Aquela maioria de empresas que tomaram como opção de estratégia a aposta na inovação (I&D) e no desenvolvimento de produtos existentes apresentam clara tendência para

recorrer ao endividamento a curto prazo (PT/CA);

g) A opção de estratégia que privilegia o nível elevado de preços apresenta alguma tendência para influenciar positivamente as rendibilidades da empresa, dos capitais próprios e das vendas;

h) A aposta das empresas no recurso à tecnologia influencia positivamente o seu crescimento, embora com oscilações ao longo dos anos;

i) Aquelas empresas que tendencialmente apostam em novos negócios, e estão em minoria, apresentam relação de influência notoriamente crescente e positiva com a rendibilidade do capital próprio, no período mais recente, e fraco nível de rotação do activo (VV/ATT).

Em suma, a maioria dos gestores têm reduzido nível de escolaridade e clara propensão para a delegação de autoridade, com efeitos no endividamento. Esta mesma tendência verifica-se nas empresas que optaram por estratégias de diversificação e de expansão. Por outro lado, constata-se apresentarem as empresas tendência para seguirem a estratégia de diversificação, da qual resultam efeitos positivos na estrutura de investimento. No que respeita ao desempenho observa-se ser influenciado pelos mais diversos factores, com destaque para a rendibilidade do capital próprio, nomeadamente e de forma positiva pelo comportamento dos gestores, pela estratégia de expansão baseada em novos negócios e pela política de preços.

#### 5.2.2.5- Sector da metalurgia e metalomecânica

a) A personalidade do gestor, com clara propensão para o risco, apresenta tendência para apostar em maior investimento com recurso ao imobilizado da empresa (AI/ATT);

b) As empresas apresentam clara tendência para apostar na inovação, ao nível tecnológico, e na expansão para novos mercados geográficos com influência positiva, também, ao nível do investimento em imobilizado (AI/ATT);

c) Aquela aposta ao nível tecnológico e a tendência da maioria das empresas recorrerem ao

marketing apresenta clara influência positiva no endividamento (CAE/CA) com reflexos na estrutura de capital (CA/CP);

- d) A opção de estratégia em desenvolver os produtos existentes, seguida minoritariamente pelas empresas, apresenta reduzidíssima influência nas rendibilidades do activo total (RAT) e das vendas (RVV) e no índice de crescimento da empresa (MLL/ATT).

Em suma, os gestores apresentam clara propensão ao risco com influência positiva ao nível do imobilizado da empresa. O mesmo se verifica para a maioria das empresas, cuja opção de estratégia segue a expansão para novos mercados geográficos ou a inovação tecnológica, neste caso com influência positiva ao nível do endividamento. O desempenho aparenta depender fracamente das empresas que apostam no desenvolvimento dos produtos existentes.

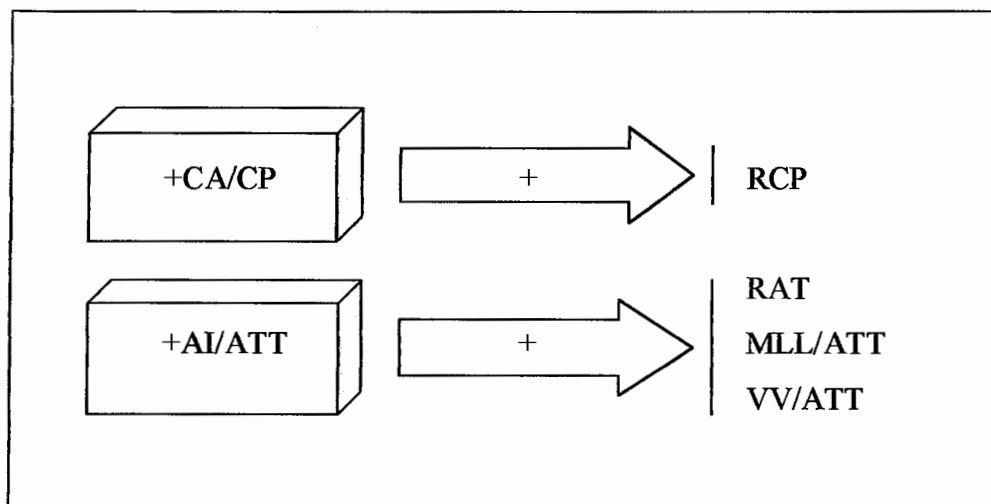
## 5.3- Relação entre a estrutura financeira e o desempenho

### 5.3.1- Análise dos resultados

#### 5.3.1.1- Grupo de empresas (amostra global)

Da observação das relações evidentes, entre variáveis de estrutura financeira e de desempenho, que possam assumir-se como padrão, referentes à amostra global, destacam-se as verificadas entre a estrutura de capital (CA/CP) e a rendibilidade do capital próprio (RCP), não abrangendo todo o período, e entre a estrutura de investimento (AI/ATT) e o indicador de rendibilidade do activo total (RAT), a medida que expressa o índice de crescimento (MLL/ATT) e a rotação do activo (VV/ATT), ao longo do período (Figura 9).

Figura 9- Diagrama de relações de influência evidentes, entre variáveis de estrutura financeira e de desempenho, amostra global



A rendibilidade do capital próprio (RCP) apenas é explicada aceitavelmente pela variável da estrutura de capital (CA/CP), em especial nos anos de 1992, 1993, 1996 e 1997. Ou seja, nestes anos a estrutura de capital apresenta algum impacto positivo na rendibilidade do capital próprio, o que possibilitará enunciar que as empresas com maior índice, medido pelo rácio CA/CP, apresentarão melhor rendibilidade de capital próprio.



A rendibilidade do activo total (RAT) é claramente explicada, com influência positiva, ao longo do período, pela estrutura de investimento da empresa (AI/ATT). Ou seja, as empresas que privilegiam o investimento em imobilizado, medido pelo rácio AI/ATT, verificam melhores índices de rendibilidade do activo da empresa (RAT).

Já a rendibilidade das vendas (RVV) não apresenta qualquer relação significativa, ao longo do período, com as variáveis de estrutura financeira analisadas. Exceptua-se o ano de 1992, no qual o investimento da empresa (AI/ATT) e a estrutura do capital (CA/CP) apresentam influência positiva na rendibilidade das vendas (RVV). Tal situação poderá indiciar a suspeita de que outros fenómenos, grandezas ou características poderão influenciar aquele indicador de rendibilidade.

A variável identificada como índice de crescimento (MLL/ATT) é explicada positivamente, ao longo do período, pela estrutura de investimento (AI/ATT).

O mesmo sucede com a variável identificada como rotação do activo (VV/ATT), a qual é explicada positivamente, de forma sustentada, ao longo do período, pela estrutura financeira, através da variável de estrutura do investimento (AI/ATT).

Com a amostra global dispõe-se de um conjunto de empresas incaracterístico, por envolver diferentes actividades. Daí que as relações possam, certamente, tornar-se extensivas para as empresas em geral. Os resultados obtidos parecem comprovar uma das relações mais investigadas que é a do aumento do endividamento implicar maior rendibilidade dos capitais próprios.

Dos resultados obtidos parece evidenciar-se a existência de relação positiva entre o investimento (AI/ATT) e a rendibilidade da empresa (RAT), o índice de crescimento (MLL/ATT) e a rotação do activo (VV/ATT). Estas relações de influência parecem naturais.

Porque razão as empresas, em geral, realizam investimentos? Das respostas possíveis parece natural destacar duas delas. A primeira razão prende-se com a necessidade em assegurar a rendibilidade da empresa; a segunda razão associa-se com a manutenção ou aumento do

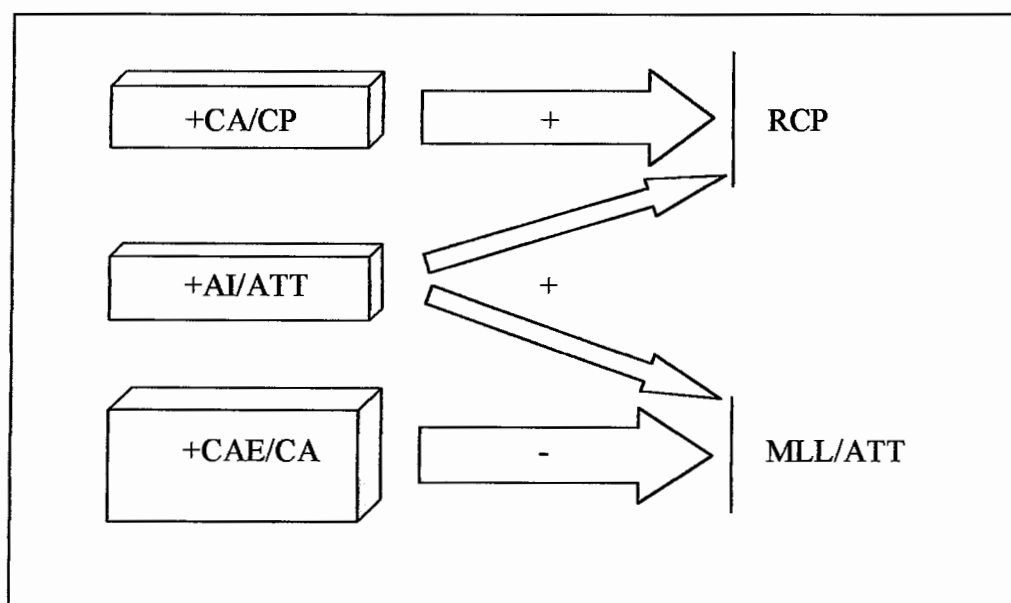
volume de actividade. Ambas parecem comprovar-se através dos indicadores de desempenho obtidos (MLL/ATT e VV/ATT).

### 5.3.1.2- Sectores de actividade

#### 5.3.1.2.1- Alimentação

Da análise ao sector da alimentação verificou-se que apenas duas variáveis de desempenho, a rentabilidade do capital próprio (RCP) e a identificada com índice de crescimento (MLL/ATT), têm relação evidente com a estrutura financeira (Figura 10).

Figura 10- Diagrama de relações de influência evidentes, entre variáveis de estrutura financeira e de desempenho, sector da alimentação



A rentabilidade do capital próprio (RCP) apresenta relação de influência evidente e positiva com a variável de estrutura financeira (CA/CP), ao longo do período. Porém, simultaneamente a variável de estrutura do investimento (AI/ATT) apresenta, também, impacto positivo, embora menos relevante, ao longo do período. Ainda, no período de 1994 a 1996, a variável de endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA) contribui significativamente para explicar negativamente a rentabilidade do capital próprio (RCP).

A variável identificada como índice de crescimento (MLL/ATT) é influenciada negativamente, até ao ano de 1996, pela variável de endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA). Quer dizer, as empresas que apresentem maior nível de endividamento a médio e longo prazos deverão apresentar menor índice medindo a oportunidade de crescimento. Verifica-se, por outro lado, a partir do ano de 1994, que maior nível de investimento da empresa influencia positivamente o índice de crescimento (MLL/ATT).

As empresas do sector da alimentação parecem evidenciar relações de influência positiva entre a estrutura de capital (CA/CP) e a rendibilidade do capital próprio (RCP) e entre o investimento (AI/ATT) e a rendibilidade do capital próprio e o índice de crescimento (MLL/ATT).

A primeira relação evidencia efeitos sobejamente comprovados, ou seja, o aumento do endividamento tem como consequência o aumento da rendibilidade do capital próprio. Já no caso dos resultados obtidos referentes às restantes relações parecem evidenciar efeitos que se compreendem facilmente, na medida em que necessitando as empresas do sector da alimentação de realizar investimentos, dado o tipo e exigências da actividade, é natural que os efeitos do investimento se repercutam na rendibilidade e no índice de crescimento.

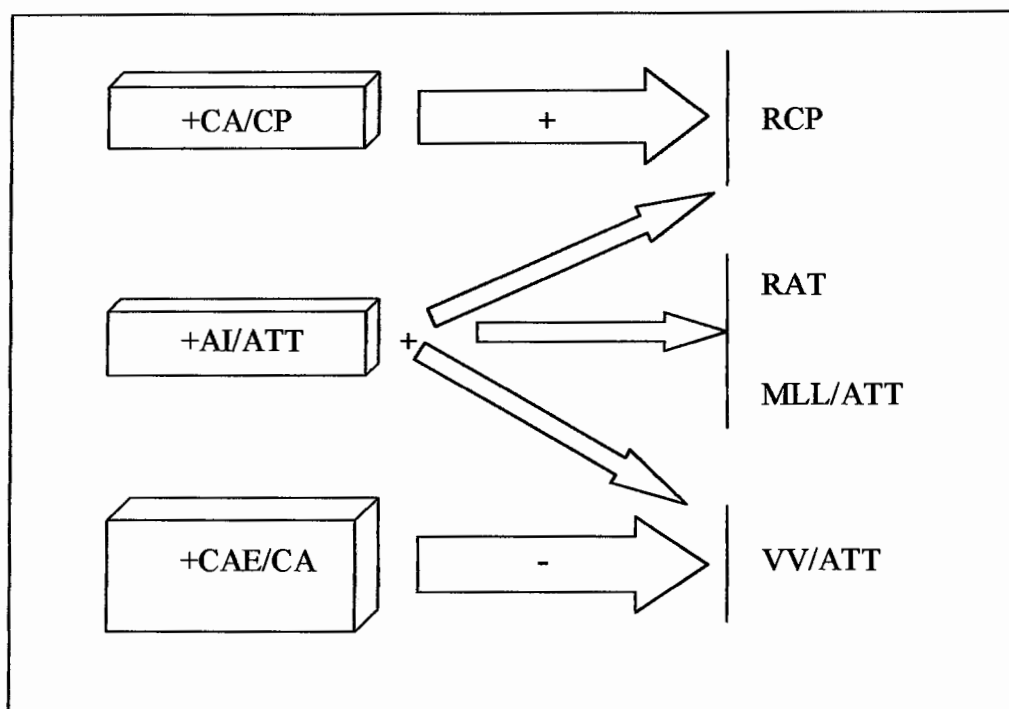
A questão a levantar tem a ver com o facto de não se evidenciarem relações envolvendo a rendibilidade das vendas ou a rendibilidade da empresa. Poderá, então, depreender-se que os investimentos realizados pelas empresas têm em conta a melhoria de processos ou procuram assegurar uma melhor qualidade para os produtos fabricados, o que acarreta efeitos na produtividade e consequentemente na rendibilidade da empresa e dos capitais próprios.

Os resultados obtidos parecem evidenciar, também, que as empresas do sector da alimentação asseguram os investimentos recorrendo ao financiamento a médio e longo prazos, parecendo implicar efeitos negativos no índice de crescimento (MLL/ATT). Como consequência parece que o recurso ao financiamento é desfavorável para as empresas.

#### 5.3.1.2.2- Têxteis e confecções

O sector dos têxteis e confecções é aquele com maior representatividade, em que o desempenho das empresas, salvo a rentabilidade das vendas, consegue ser amplamente explicado pelas respectivas variáveis de estrutura financeira (Figura 11).

Figura 11- Diagrama de relações de influência evidentes, entre variáveis de estrutura financeira e de desempenho, sector dos têxteis e confecções



A rentabilidade do capital próprio (RCP) é influenciada fundamentalmente pela estrutura do capital (CA/CP) e estrutura de investimento (AI/ATT). Verifica-se, no entanto, até ao ano de 1992, que a variável de investimento explica de forma significativa a rentabilidade do capital próprio. Contudo, nos anos de 1990 e 1991, a variável de investimento (AI/ATT) apresenta impacto negativo sobre aquela rentabilidade. Já no ano de 1992, inverte-se essa influência passando a estabelecer relação significativa e positiva.

Quer dizer, as empresas com níveis superiores de investimento (AI/ATT) apresentaram tendencialmente, no ano de 1992, rentabilidade do capital próprio mais elevada. A partir do ano de 1993 a relação entre a variável de investimento (AI/ATT) e a rentabilidade do capital próprio (RCP) revela-se insignificante, emergindo, então, a variável estrutura de capital (CA/CP), em substituição da variável de investimento. Desta forma, poderá inferir-se

sustentadamente, que a estrutura de capital (CA/CP) demonstra influencia positiva na rendibilidade do capital próprio (RCP).

A rendibilidade do activo total (RAT), por outro lado, é fortemente influenciada pela estrutura do investimento (AI/ATT), tendo, todavia, a estrutura do endividamento a curto prazo (PT/CA) influência principalmente nos anos de 1993 a 1996. Nos anos de 1993 e 1994, a sua influência é positiva passando, depois, a ser negativa. Nos anos de 1995 e 1996 verifica-se que, também, o endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA) influencia positivamente a rendibilidade do activo total (RAT).

Quanto à rendibilidade das vendas não foi possível identificar nenhuma variável de estrutura financeira que explicasse efectivamente esta variável.

A variável identificada como índice de crescimento (MLL/ATT), é claramente influenciada, de forma positiva, pela estrutura de investimento (AI/ATT), ao longo do período. Porém, da mesma forma, o endividamento a curto prazo (PT/CA), no ano de 1993, apresenta influência positiva à semelhança do que aconteceu com a rendibilidade do activo total (RAT), passando esta mesma variável de estrutura do endividamento, nos anos de 1994 e 1996, a influenciar negativamente a variável referente ao índice de crescimento (MLL/ATT).

No que respeita à rotação do activo da empresa (VV/ATT), é influenciada positivamente pela estrutura do investimento (AI/ATT) e negativamente pelo endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA). Ambas as variáveis de estrutura financeira explicam de forma significativa e sustentada a variável de desempenho da empresa, ao longo do período em análise.

As empresas do sector dos têxteis e confecções parecem evidenciar a existência de efeitos positivos na relação entre a estrutura de capital (CA/CP) e a rendibilidade do capital próprio (RCP) e nas relações entre o investimento (AI/ATT) e a rendibilidade do capital próprio, a rendibilidade da empresa (RAT), o índice de crescimento (MLL/ATT) e a rotação do activo (VV/ATT).

Dadas as especificidades das empresas deste sector de actividade, sujeito a grande

concorrência e à clara evolução tecnológica dos processos de produção, exigindo cada vez maiores competências, parece natural o tipo de relações de influência verificadas.

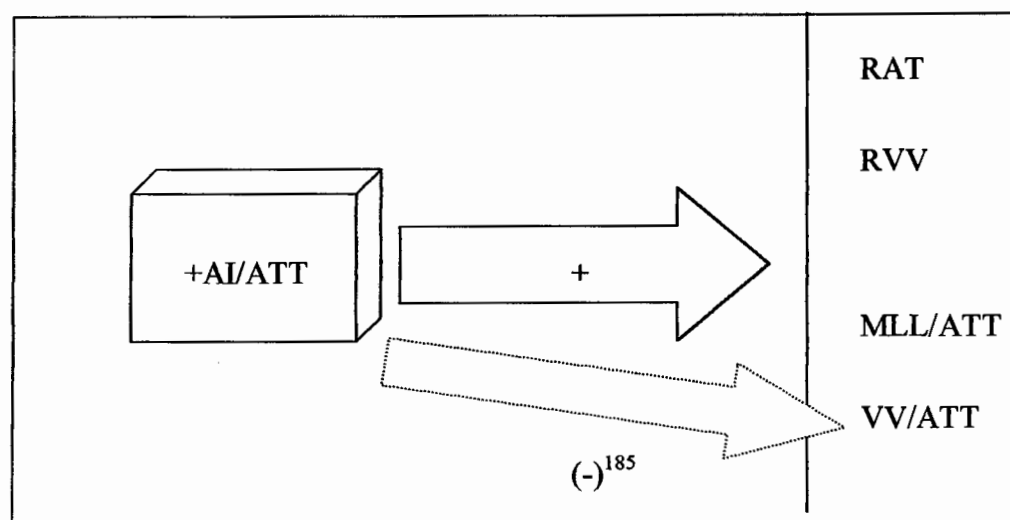
A relação de influencia positiva verificada entre o endividamento (CA/CP) e a rendibilidade do capital próprio (RCP) está sobejamente comprovada. No que respeita à relação de influencia positiva do investimento (AI/ATT) com a rendibilidade e com a rotação do activo parece, também, natural. Ou seja, as empresas do sector dos têxteis e confecções deverão realizar esforço de investimento em novas tecnologias e processos de fabrico, procurando assegurar melhores condições de mercado para os produtos, cujo êxito implica, naturalmente, efeitos positivos na rendibilidade e no aumento das vendas.

Os resultados obtidos parecem evidenciar relação negativa entre o financiamento a médio e longo prazos (CAE/CA) e a rotação do activo (VV/ATT), o que denota situação adversa, sabendo-se de antemão que, em regra, o recurso a este tipo de financiamento apresenta-se adequado. Neste caso, poderá depreender-se como excessivo o esforço de endividamento exigido às empresas do sector o que a ser verdade denuncia grande fragilidade ao nível do volume de capitais próprios das empresas.

#### 5.3.1.2.3- Química e plásticos

As variáveis de desempenho da empresa (RAT, RVV; MLL/ATT e VV/ATT), referente ao sector da química e plásticos, são explicadas, apenas, por uma variável inequívoca da estrutura financeira (AI/ATT), ao longo do período (Figura 12).

Figura 12- Diagrama de relações de influência evidentes, entre variáveis de estrutura financeira e de desempenho, sector da química e plásticos



A rentabilidade do activo total da empresa (RAT), a rentabilidade das vendas (RVV) e a variável identificada como índice de crescimento (MLL/ATT) apresentam relação de influência positiva com a estrutura de investimento (AI/ATT). Por sua vez, a variável de rotação do activo (VV/ATT) não apresenta comportamento uniforme. Nos anos de 1991 e 1992 a sua relação é positiva com a variável de estrutura do investimento (AI/ATT), mas nos anos de 1994 e 1995 essa relação passa a ser negativa.

Outro facto a salientar prende-se com a variável identificada com o endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA), por influenciar negativamente, no ano de 1991, a rentabilidade do capital próprio (RCP), a rentabilidade do activo total (RAT), a rentabilidade das vendas (RVV) e a variável identificada com o índice de crescimento (MLL/ATT). Todavia, não será considerada como variável fulcral de estrutura financeira para a determinação do desempenho, dado tratar-se de relação pontual e longínqua.

As empresas do sector da química e plásticos parece evidenciar relações positivas entre o investimento (AI/ATT) e a rentabilidade da empresa (RAT), a rentabilidade das vendas (RVV) e o índice de crescimento (MLL/ATT).

<sup>185</sup> Nos anos de 1994 e 1995.

A relação entre o investimento e a rotação do activo (VV/ATT) apresenta comportamento diverso ao longo do período em estudo, verificando-se nos primeiros anos relação de influência positiva e nos seguintes anos relação de influência negativa.

As empresas deste sector de actividade são, em regra, caracterizadas por recorrerem a elevados níveis tecnológicos e de processos de fabrico, o que obriga a realizar investimentos ao longo da vida das empresas, como forma de se adequarem às exigências do mercado. Neste âmbito, é natural que o esforço de investimento tenha, sobretudo, reflexos ao nível da produtividade, o que de alguma forma justifica a situação verificada relativamente à rotação do activo.

Outra questão a colocar prende-se com o saber porque razão os resultados parece não evidenciarem o tipo de financiamento seguido pelas empresas e os seus efeitos no desempenho. Os dados apurados não permitem evidenciar estas relações. Tendo presente análises anteriores sabe-se que as empresas, em geral, recorrem a financiamentos de curto, médio e longo prazos.

#### 5.3.1.2.4- Metalurgia e metalomecânica

No sector da metalurgia e metalomecânica não se encontraram variáveis inequívocas que atestassem a existência de relações de influência entre a estrutura financeira e o desempenho.

Encontraram-se, apenas, algumas relações envolvendo diferentes variáveis, esporádicas e dispersas no tempo, que aparentam alguma significância.

A rendibilidade do capital próprio (RCP), a rendibilidade do activo total (RAT), a rendibilidade das vendas (RVV) e a variável identificada como índice de crescimento (MLL/ATT) são apenas explicadas e de forma pouco clara, nos anos de 1990, 1993 e 1994, por diferentes variáveis de estrutura financeira, não sendo, assim, possível identificar um perfil de relação claro.

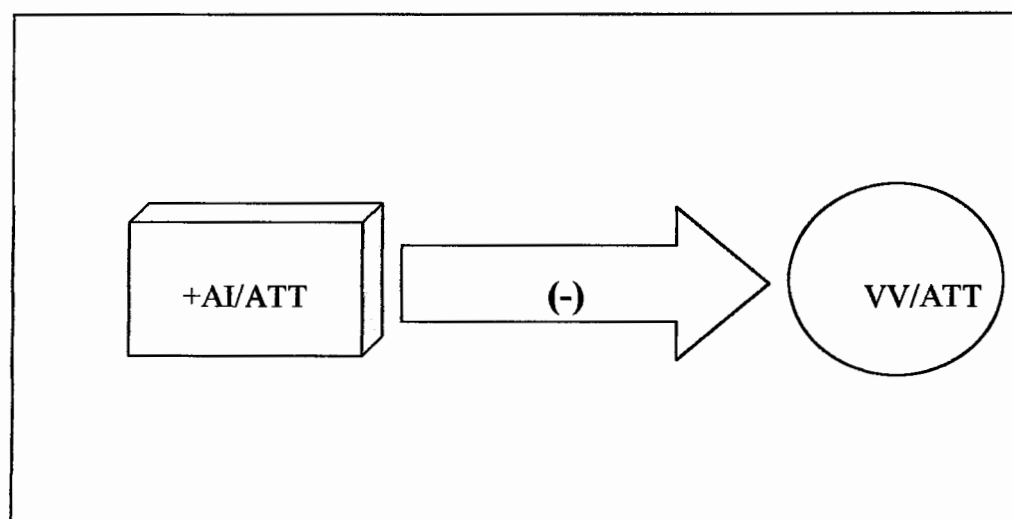
As relações esporádicas podem resultar do facto de existirem, ainda que em pequeno número, empresas que evidenciam comportamento ocasional e divergente das empresas do



respectivo sector. Este ponto de vista leva a admitir existirem outros fenómenos para explicar o desempenho das empresas do sector da metalurgia e metalomecânica.

Apesar desta dificuldade para explicar a existência de relação que parece evidente entre a estrutura financeira e o desempenho, encontrou-se uma variável de desempenho que, tudo o indica, apresenta relação significativa, sustentada e duradoura, ao longo do período. Trata-se da variável de rotação do activo da empresa (VV/ATT), influenciada negativamente, ao longo do período, pela estrutura de investimento (AI/ATT) (Figura 12).

Figura 12- Diagrama de relação de influência significativa, entre variáveis de estrutura financeira e de desempenho, sector da metalurgia e metalomecânica



Salienta-se o facto de, em média, ao longo dos anos, a variável de estrutura de investimento explicar cerca de 50% da variável de rotação do activo da empresa (VV/ATT).

Assim, com as reservas de significância descritas, poderá deduzir-se, para o sector da metalurgia e metalomecânica, que as empresas que apostem em maior grau nos investimentos em imobilizado líquido (AI/ATT) apresentarão menores níveis de rotação do activo (VV/ATT).

As empresas do sector da metalurgia e metalomecânica parecem evidenciar apenas um tipo de relação, por sinal negativa, entre o investimento (AI/ATT) e a rotação do activo (VV/ATT), o que é claramente escasso, tendo em vista o conhecimento aprofundado das

diferentes relações de influência.

Trata-se de empresas que necessitam realizar investimentos para que possam assegurar condições competitivas no mercado, dadas as características da actividade, orientando-se muitas delas para processos de fabrico por encomenda. A relação apurada indica que o esforço de investimento realizado não tem compensação ao nível do correspondente aumento do volume de actividade, o que necessariamente acarreta preocupações, na medida em que esses mesmos investimentos parece, também, não se repercutirem na produtividade das empresas.

### 5.3.2- Conclusões

As conclusões referem-se à análise das relações que parecem confirmar, com elevado nível de confiança, as relações entre variáveis de estrutura financeira e de desempenho. Apresentam-se, pela mesma ordem, as obtidas com base no estudo da amostra global e por cada um dos respectivos sectores de actividade da alimentação, têxteis e confecções, química e plásticos e metalurgia e metalomecânica.

#### 5.3.2.1- Amostra global

a) Verifica-se relação clara de influência positiva entre o indicador de estrutura de capital (CA/CP) e a rendibilidade do capital próprio (RCP). Quer isto dizer, quanto maior a propensão para o endividamento das empresas maior o rendimento dos sócios ou accionistas;

b) A maior aposta no investimento em imobilizado (AI/ATT) tem efeitos positivos no índice de crescimento (MLL/ATT) e rendibilidade da empresa (RAT) e na rotação do activo (VV/ATT). Ou seja, o aumento do imobilizado, com reflexos no aumento do activo total, ocasiona o crescimento da empresa e maior rotação do activo decorrentes de maiores vendas.

Em suma, comprova-se que maior endividamento das empresas implica maior rendibilidade do capital próprio, bem como o aumento do investimento em imobilizado, associado à

actividade, e assegura tendência positiva de desempenho em termos de rendibilidade e crescimento.



#### 5.3.2.2- Sector da alimentação

- a) A melhoria da rendibilidade do capital próprio (RCP) é claramente influenciada e positivamente pelo nível da estrutura de capital e pela política de investimento em imobilizado (AI/ATT);
- b) O índice de crescimento apresenta-se essencialmente dependente, e pela negativa, do endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA).

Em suma, maior nível de endividamento ocasiona melhor rendibilidade do capital com efeito, também, no índice de crescimento. Por sua vez, a política de investimento em imobilizado reflecte-se, da mesma forma, positivamente na rendibilidade do capital.

#### 5.3.2.3- Sector dos têxteis e confecções

- a) O maior nível de endividamento, reflectido pela estrutura de capital (CA/CP), associado à tendência para realizar maior investimento em imobilizado (AI/ATT) influencia positivamente a rendibilidade do capital próprio (RCP);
- b) A política de recurso ao endividamento a médio e longo prazos (CAE/CA) é contrária ao aumento da rotação do activo da empresa (VV/ATT);
- c) Verifica-se que a aposta no investimento em imobilizado (AI/ATT) implica melhor desempenho das empresas, medido com base nas variáveis de desempenho em estudo, excluindo a rendibilidade das vendas.

Em suma, o desempenho das empresas, excluindo a medida de rendibilidade das vendas, é influenciado positivamente pela estrutura de capital e pelo investimento em imobilizado e negativamente pelo endividamento a médio e longo prazos.

#### 5.3.2.4- Sector da química e plásticos

- a) A relação entre a estrutura financeira e o desempenho das empresas é explicada de forma que parece evidente com base no investimento em imobilizado (AI/ATT), com efeitos positivos nas rendibilidades do activo total (RAT) e das vendas (RVV) e no índice de crescimento (MLL/ATT);
- b) O maior investimento em imobilizado (AI/ATT) apresenta indícios de influência negativa na rotação do activo das empresas (VV/ATT).

Em suma, há clara evidência de relação entre a estrutura financeira, através do investimento em imobilizado, e o desempenho das empresas, nomeadamente através da rendibilidade e índice de crescimento.

#### 5.3.2.5- Sector da metalurgia e metalomecânica

Parece existir evidência significativa de maiores investimentos em imobilizado (AI/ATT) influenciarem negativamente a rotação do activo das empresas (VV/ATT).

Em suma, além da política de investimento influir negativamente na rotação do activo, não parece evidente a possibilidade de relevar qualquer outra relação de influência claramente evidente entre a estrutura financeira e o desempenho.

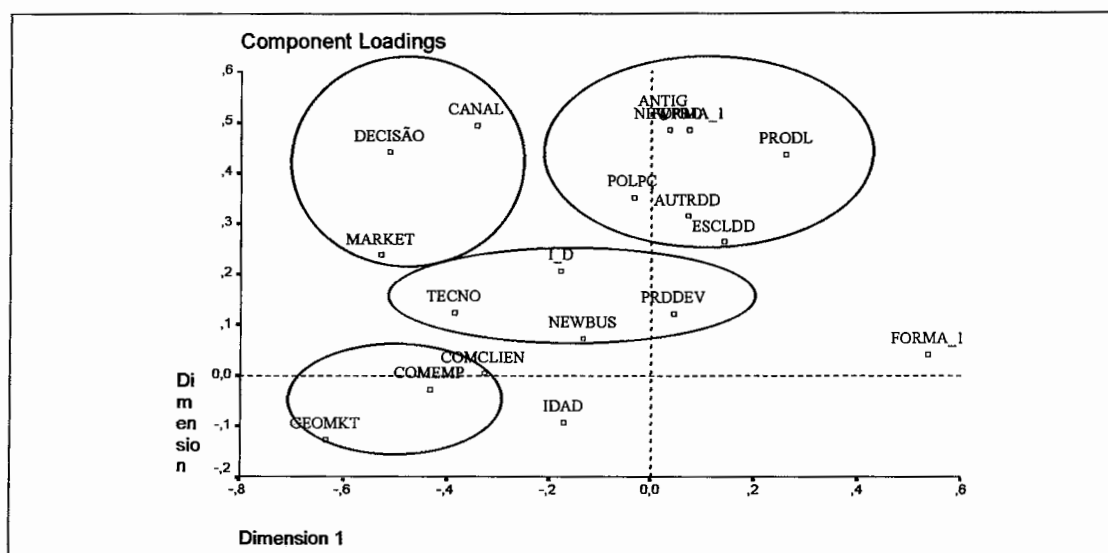
## 5.4- Relação da tipologia do gestor com a opção de estratégia

### 5.4.1- Análise dos resultados

#### 5.4.1.1- Grupo de empresas (amostra global)

Retome-se o gráfico apresentado aquando do teste da amostra, referente à visualização das coordenadas das variáveis (Gráfico 72).

Gráfico 72- Mapa perceptual (*component loadings*) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (actual), amostra global



Verifica-se existirem variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia que se encontram muito próximas. Por exemplo, constata-se encontrarem-se próximas as variáveis propensão ao risco e variáveis de opção de estratégia conotadas com a expansão, identificadas pela intensidade de marketing e pelos novos canais de distribuição. Da mesma forma, encontram-se relativamente próximas as variáveis conotadas com opções de diversificação, quer dizer que estão claramente relacionadas, nomeadamente o nível tecnológico face à concorrência (TECNO), a investigação & desenvolvimento (I\_D), os novos produtos (PRDDEV) e os novos negócios (NEWBUS).

Por outro lado, a antiguidade (ANTIG), a formação (FORM), a delegação de autoridade (AUTRDD) e o grau de escolaridade (ESCLDD) encontram-se relativamente próximos das

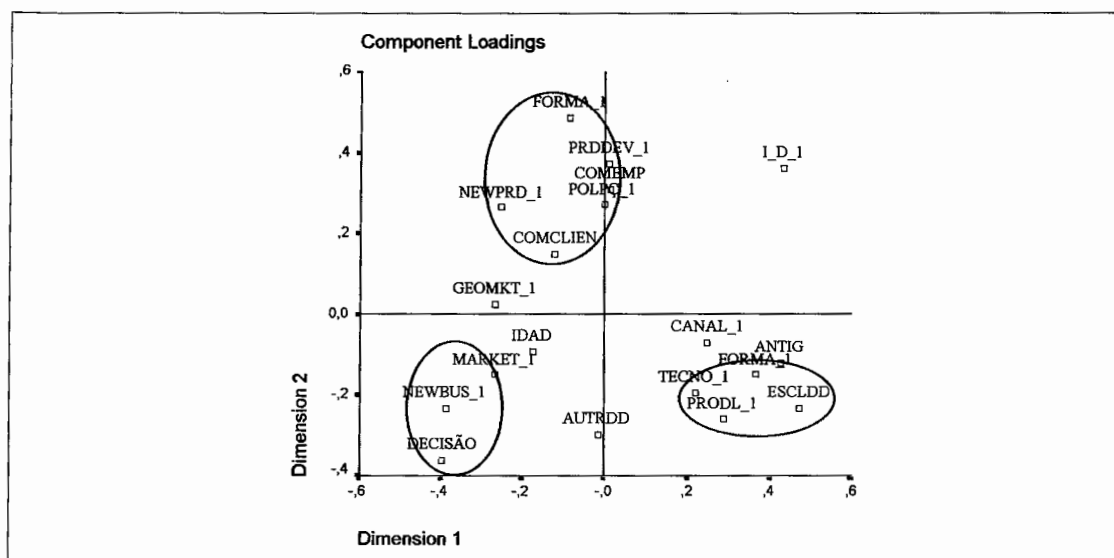
variáveis de opção do nível de preços (POLPC) e do desenvolvimento de linhas de produtos (PRODL).

Próximas estão, também, as variáveis identificadas com o comportamento, ou seja o nível de comunicação com clientes (COMCLIEN), a comunicação com empregados (COMEMP) e a idade (IDAD).

Tal como se verificou ser efectivamente interessante a associação entre a tipologia do gestor e a opção de estratégia, referente ao momento actual, observou-se, da mesma forma, existir associação entre a tipologia do gestor e a opção de estratégia, referida ao momento 'oito anos atrás'.

Constata-se, portanto, existir associação entre aqueles grupos de variáveis, com qualidade de ajustamento. Porém, verifica-se serem diferentes as variáveis com posicionamento próximo nas duas dimensões identificadas (Grafico 73).

Gráfico 73- Mapa perceptual (component loadings) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (oito anos atrás), amostra global



O agrupamento das variáveis, como é visível no gráfico, apresenta-se muito diferente daquele evidenciado pelo mapa perceptual (*component loadings*) identificado como 'actual'.

Como exemplo de fenómeno interessante refere-se o facto da variável investigação e desenvolvimento (I&D) se encontrar “distante” de qualquer outra variável nas dimensões 1 e 2, o que poderá ser indício do tipo de aposta feita quanto a esta opção de estratégia, em 1990.

Da análise efectuada, constata-se existir forte associação entre a opção de estratégia e a tipologia do gestor. Tal conclusão, nomeadamente no que respeita ao momento identificado como ‘actual’, pode assumir grande importância tratando-se de análise sectorial.

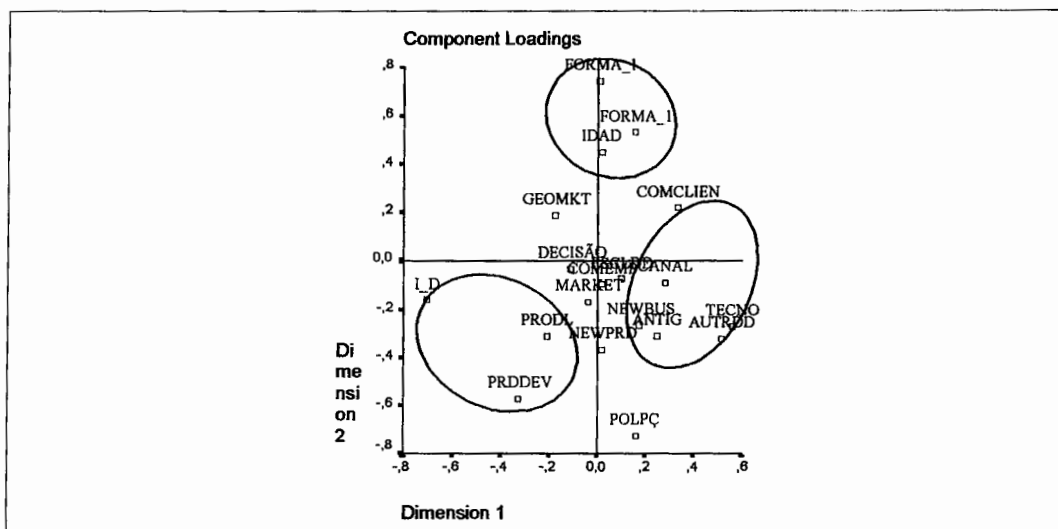
#### 5.4.1.2- Sectores de actividade

##### 5.4.1.2.1- Têxteis e confecções

O nível de ajustamento, no sector dos têxteis e confecções, é de qualidade, o que fica a dever-se ao agrupamento das respostas, a nível da escala de notações, em aposta forte e aposta fraca, o que evitou a redução excessiva da sub-amostra.

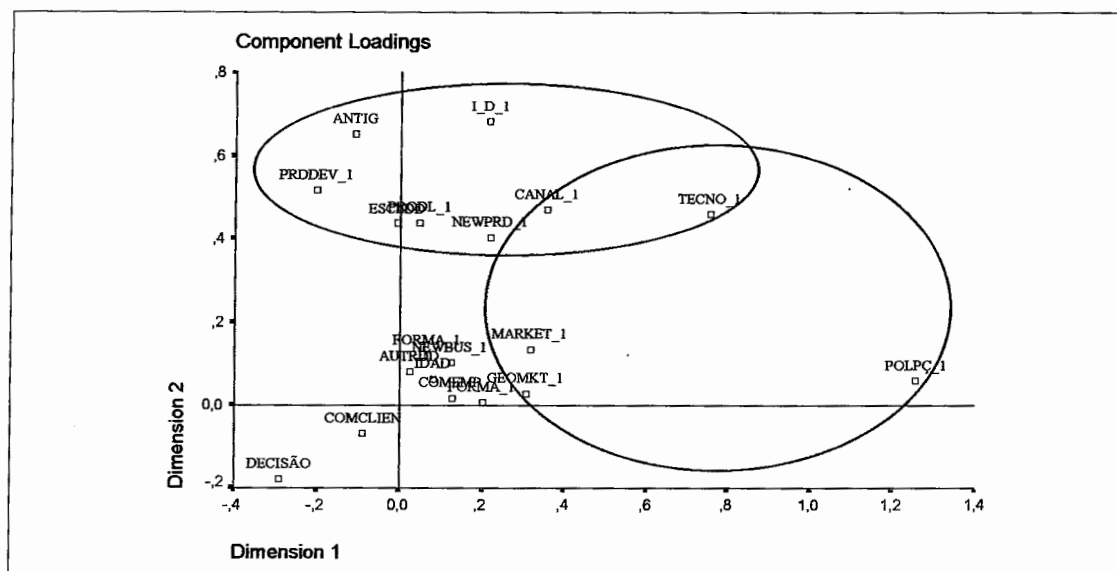
A associação entre tipologia do gestor e opção de estratégia, reportada ao momento identificado como ‘actual’, revelou grande proximidade entre grande parte das variáveis, nomeadamente daquelas conotadas com a expansão e com o comportamento do gestor e personalidade. Verificou-se, por exemplo, que o comportamento do gestor, identificado pela comunicação com clientes (COMCLIENT) e pela delegação de autoridade (AUTRDD), influencia negativamente a diversificação, através de linhas de produtos (PRODL), e a expansão, via desenvolvimento de produtos existentes (PRDDEV) (Gráfico 74).

Gráfico 74- Mapa perceptual (*component loadings*) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (actual), sector dos têxteis e confecções



Quanto à associação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia, oito anos atrás, verificam-se dois grupos de proximidade (Gráfico 75).

Gráfico 75- Mapa perceptual (*component loadings*) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (oito anos atrás), sector dos têxteis e confecções



Num dos grupos constata-se a proximidade das variáveis conotadas com a inovação, ou seja a investigação e desenvolvimento (I\_D) e a tecnologia (TECNO), com a diversificação, nomeadamente as linhas de produtos (PRODL) e os novos produtos (NEWPRD), e com a

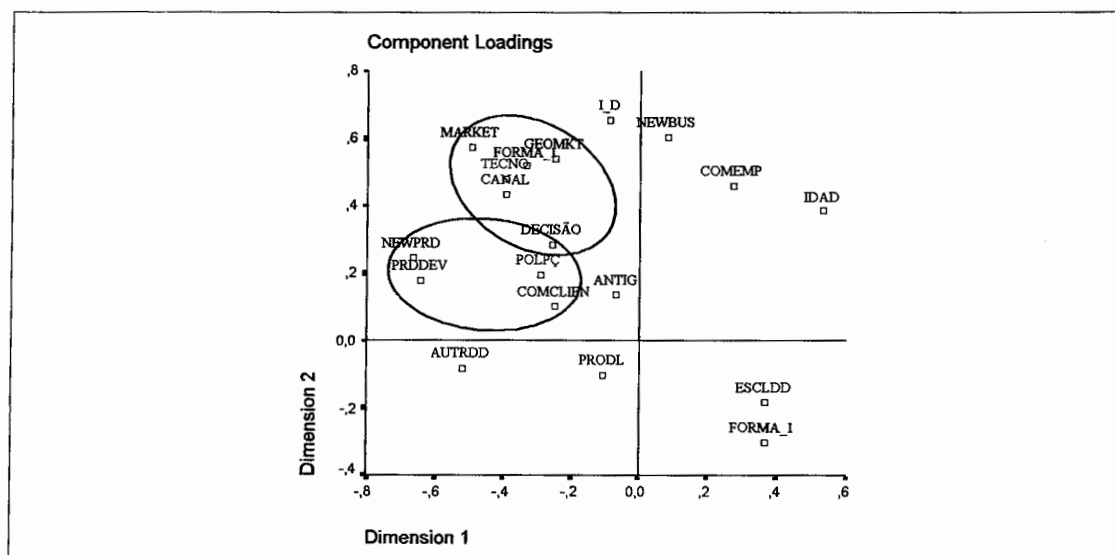


antiguidade na função (ANTIG) e o grau de escolaridade (ESCLDD). Noutro grupo associam-se as variáveis de tipologia do gestor, ou seja a formação (FORMA), a idade (IDAD), a comunicação com clientes (COMCLIEN) e a comunicação com empregados (COMEMP) com as variáveis de opção de estratégia, nomeadamente a intensidade de marketing (MARKET) e a expansão para novos mercados geográficos (GEOMKT).

#### 5.4.1.2.2- Química e plásticos

No sector de actividade da química e plásticos verifica-se existir relação muito idêntica entre os conjuntos de variáveis. Quanto à associação entre as variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia, reportada ao momento actual, verificam-se dois grupos de proximidade (Gráfico 76).

Gráfico 76- Mapa perceptual (*component loadings*) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (actual), sector da química e plásticos

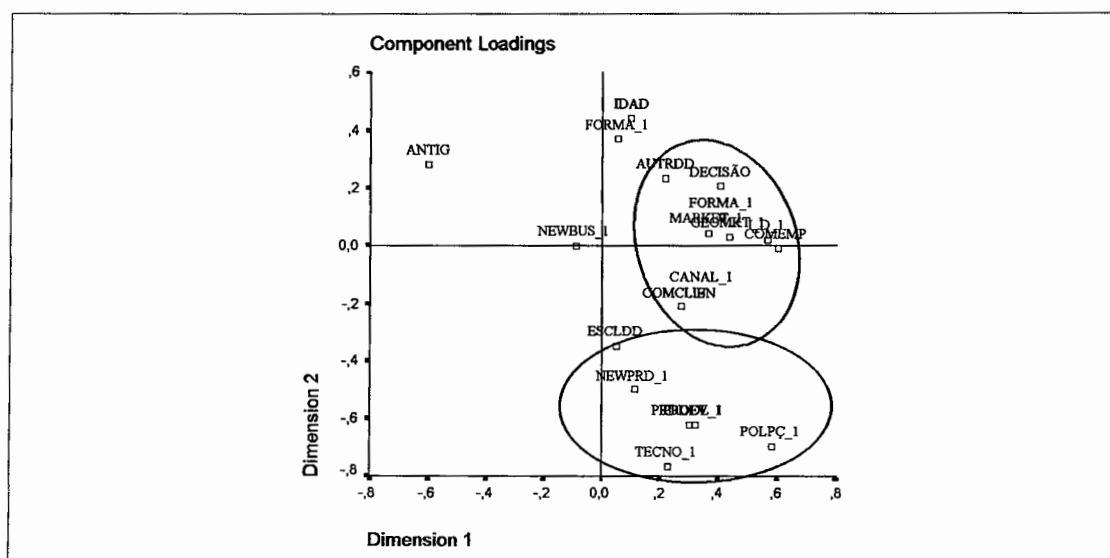


Na análise da associação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia, verifica-se claramente que a opção pela expansão, identificada com novos canais de distribuição (CANAL), novos mercados geográficos (GEOMKT) e marketing (MARKET) e a opção pela inovação, através do nível tecnológico da empresa (TECNO), se encontram consideravelmente próximas da propensão do gestor para o risco (DECISÃO). O mesmo se verifica quanto à proximidade das variáveis agrupadas em tipologia do gestor, ou seja a

propensão ao risco (DECISÃO), comunicação com clientes (COMCLIEN) e antiguidade na função (ANTIG), com as variáveis de opção de estratégia, nomeadamente a política de preços (POLPÇ), novos produtos (NEWPRD) e desenvolvimento de produtos existentes (PRDDEV).

Quanto à associação entre as variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia, oito anos atrás, verificam-se claramente dois grupos de proximidade (Gráfico 77).

Gráfico 77- Mapa perceptual (*component loadings*) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (oito anos atrás), sector da química e plásticos



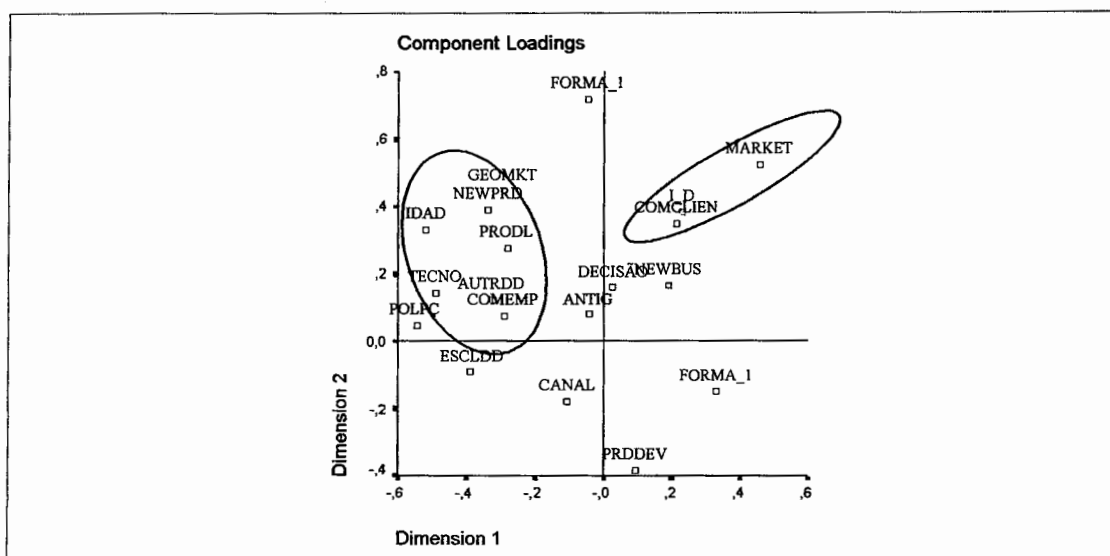
Observa-se, agora, claramente que as variáveis de especialização, nomeadamente a formação (FORMA) e grau de escolaridade (ESCLDD), de personalidade, como seja a propensão para o risco (DECISÃO), e de comportamento, tais como a comunicação com clientes (COMCLIEN) e delegação de autoridade (AUTRDD), estão próximas das variáveis conotadas com a opção pela expansão, tais como o marketing (MARKET), a expansão para mercados geográficos (GEOMKT) e os canais de distribuição (CANAL).

Por outro lado, ainda, verifica-se que o desenvolvimento de novos produtos (NEWPRD) e produtos existentes (PRDDEV) apresentam-se próximos do nível tecnológico (TECNO) e da política de preços (POLPÇ).

#### 5.4.1.2.3- Metalurgia e metalomecânica

No sector de actividade da metalurgia e metalomecânica verifica-se existir associação de grande qualidade entre as variáveis formando diferentes conjuntos. Quanto à associação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia, reportada ao momento actual, verificam-se claramente dois grupos de proximidade (Gráfico 78).

Gráfico 78- Mapa perceptual (*component loadings*) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (actual), sector da metalurgia e metalomecânica

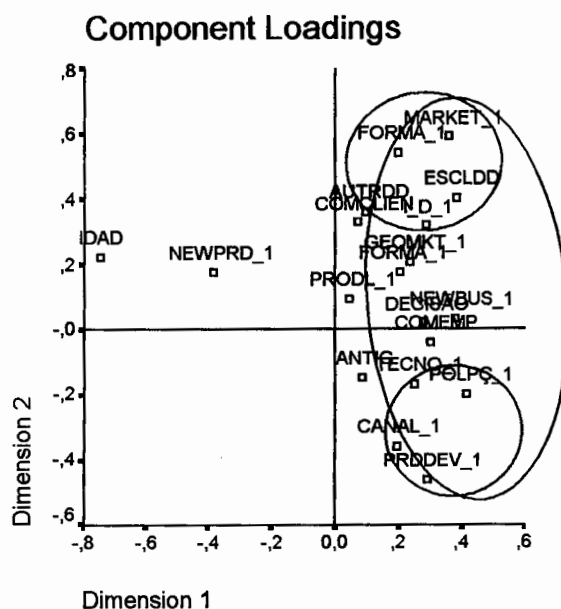


As variáveis conotadas com o comportamento, como sejam a delegação de autoridade (AUTRDD) e a comunicação com empregados (COMEMP), encontram-se próximas das opções de nível tecnológico (TECNO), de desenvolvimento de novos produtos (NEWPRD) e de produtos existentes (PRDDEV).

Por outro lado, se a variável conotada com a personalidade do gestor, caso da propensão ao risco (DECISÃO), se encontra próxima de opção por novos negócios (NEWBUS), a comunicação com os clientes (COMCLIEN) é a variável de tipologia do gestor mais próxima das opções pela investigação e desenvolvimento (I\_D) e pelo marketing (MARKET).

Quanto à associação entre as variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia, oito anos atrás, verifica-se claramente um grupo de proximidade (Gráfico 79).

Gráfico 79- Mapa perceptual (*component loadings*) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (oito anos atrás), sector da metalurgia e metalomecânica



Observa-se que, tal como aliás tem sido notório noutros sectores, o nível de ajustamento e associação é quase perfeito, encontrando-se quase todas as variáveis muito próximas, o que permite concluir que as respostas obtida dos gestores, referentes ao período em análise, foram sem dúvida muito próximas.

As variáveis conotadas com o comportamento, como sejam a delegação de autoridade (AUTRDD) e a comunicação com clientes (COMCLIE), e de especialização, tais como a formação (FORM) e o grau de escolaridade (ESCLDD) encontram-se bastante próximas, nomeadamente das opções pela investigação e desenvolvimento (I\_D) e linhas de produtos (PRODL). Por outro lado, as variáveis antiguidade na função (ANTIG) e comunicação com empregados (COMEMP) estão da mesma forma muito próximas da opção pelo nível tecnológico (TECNO), política de preços (POLPÇ) e desenvolvimento de novos produtos (NEWBUS).

## 5.4.2- Conclusões

As conclusões referem-se à análise das relações que parecem demonstrar relações evidentes entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia. Apresentam-se, pela mesma ordem, as obtidas com base no estudo da amostra global e cada um dos respectivos sectores de actividade da alimentação, têxteis e confecções, química e plásticos e metalurgia e metalomecânica.

### 5.4.2.1- Amostra global

- a) Em relação ao momento 'actual', verifica-se que a personalidade dos gestores, reflectida na propensão ao risco, influencia claramente a opção de estratégia, orientada para a expansão;
- b) Com a mesma referência, a especialização dos gestores e o seu comportamento, através de autoridade delegada, parece apresentar evidente relação com as opções de transacção, através do nível de preços, e de diversificação, via linha de produtos;
- c) Considerando o momento identificado 'oito anos atrás', o comportamento dos gestores, associado à comunicação com clientes e com empregados, parece apresentar clara evidência de influenciar a opção de estratégia de expansão, nomeadamente a aposta em novos mercados geográficos e o desenvolvimento da produtos existentes, e de diversificação, via aposta em novos produtos;
- d) Verifica-se que o comportamento e personalidade dos gestores, através das tendências para a delegação de autoridade e para a propensão ao risco, bem como a sua idade parece apresentarem evidência de relação de influência com as opções de estratégia de diversificação e expansão;
- e) A especialização dos gestores, através do tipo de formação e grau de escolaridade, tudo o indica, apresenta influência nas opções de estratégia de inovação e de diversificação.

Em suma, parece verificarem-se diferenças na relação de influência entre as variáveis de



tipologia do gestor e de opção de estratégia quando se compara o momento identificado como actual com aquele 'oito anos atrás'. Essencialmente, destaca-se o facto de no primeiro momento a relação entre a personalidade dos gestores e a opção de estratégia de expansão seguida evidenciar clara influência positiva. Ao passo que, no segundo momento, é o comportamento dos gestores e são outras as variáveis de expansão relacionadas, ou seja o desenvolvimento de produtos existentes e novos mercados geográficos. Por outro lado, a especialização dos gestores relaciona-se negativamente com as opções de estratégia de inovação e diversificação.

#### 5.4.2.2- Sector dos têxteis e confecções

- a) Verifica-se que, reportando ao momento 'actual', o comportamento dos gestores, através da comunicação com clientes e com empregados e a tendência para a delegação de autoridade, e a sua especialização e personalidade parece influenciarem claramente, positiva e negativamente consoante as variáveis consideradas, as opções de estratégia de diversificação, via linha de produtos, novos produtos e novos negócios, e de expansão, através da aposta em novos canais, em novos mercados geográficos e do marketing;
- b) Com referência ao momento 'oito anos atrás', há claramente dois grupos de variáveis que se relacionam. Um primeiro grupo parece apresentar clara evidência de estabelecer forte relação positiva. Neste caso, a especialização dos gestores e a sua antiguidade na função apresentam tendência clara de influenciar as opções de estratégia de expansão e diversificação das empresas. Um segundo grupo, parece apresentar evidência de estabelecer relações de reduzida influência. Trata-se do comportamento dos gestores, através da sua tendência para a comunicação com clientes e com empregados e da orientação para a delegação de autoridade, aliado à sua especialização e nível de idade, com as opções de estratégia de expansão, seja para novos mercados geográficos ou a aposta no marketing, e de diversificação, via aposta em novos negócios.

Em suma, parece que as relações de influência entre variáveis são marcadamente diferentes, tomando o momento actual ou 'oito anos atrás'. No primeiro caso, as variáveis de comportamento, personalidade e especialização que se relacionam com as opções de estratégia de diversificação e expansão parecem confirmar a influência negativa e alguma

positiva consoante as variáveis em questão. No segundo caso, parece existirem claramente dois grupos de influência distintos, um com influência positiva evidente e outro fracamente influente. Salienta-se, por tal facto, ser eventualmente importante procurar averiguar que alterações ocorreram, ao longo do período, a outro nível, identificado com diferentes variáveis, nomeadamente de natureza estrutural ou conjuntural, relacionadas com situações de legalidade, económicas ou outras, capazes de alterar o comportamento dos gestores e as opções das empresas.

#### 5.4.2.3- Sector da química e plásticos

- a) Verifica-se, reportando ao momento 'actual', que a especialização dos gestores e a sua personalidade, através da propensão ao risco, parece influenciar claramente a opção de estratégia orientada para a expansão, expressa na tendência para apostar no marketing, em novos mercados geográficos e em novos canais de distribuição, e orientada para a inovação, através da aposta no nível tecnológico;
- b) A personalidade dos gestores, baseada na propensão ao risco, e o seu comportamento, assente na tendência para a comunicação com os clientes, em especial, parece mostrarem evidência no sentido de influenciar a opção de estratégia baseada em novos produtos e no desenvolvimento dos produtos existentes;
- c) Considerando o momento 'oito anos atrás', reconhece-se proximidade entre variáveis da tipologia do gestor, conotadas com o seu comportamento, como sejam a tendência para a delegação de autoridade, a comunicação com clientes e com empregados, e com a sua especialização e personalidade, identificada com a sua propensão ao risco, e variáveis de opção de estratégia conotadas com a propensão para a inovação e expansão, neste caso referente às variáveis novos mercados geográficos, intensidade de marketing e novos canais de distribuição. Contudo, os efeitos recíprocos parece serem de reduzida influência, no mesmo sentido uns, outros em sentido contrário;
- d) Parece verificar-se outro grupo de proximidade com marcada evidência, apenas entre variáveis que identificam diferentes opções de estratégia, envolvendo orientações para a diversificação, via novos produtos e linhas de produtos, para a expansão, através do

desenvolvimento de produtos existentes, e para a inovação, com apostas na tecnologia.

Em suma, parece existirem claramente dois grupos de variáveis que se relacionam. No primeiro, tanto a personalidade dos gestores como o seu comportamento e especialização, tudo o indica, mostram evidencia de influenciar as opções de estratégia de inovação e expansão das empresas. No segundo grupo, parece verificar-se que as empresas seguem diversamente distintas opções que de alguma forma se relacionam como opções para as empresas do sector.

#### 5.4.2.1- Sector da metalurgia e metalomecânica

- a) Verifica-se, tomando como referência o momento 'actual', que o comportamento dos gestores, através da delegação de autoridade e da comunicação com empregados, e a sua idade parece evidenciar relação de influência com as opções de estratégia de expansão baseada em novos mercados geográficos, de diversificação, apostando em novos produtos e novas linhas de produtos, e de transacção, assente na política de preços;
- b) O comportamento dos gestores, por outro lado, no que respeita à tendência para comunicar com os clientes, tudo o indica, apresenta evidência de clara relação com a opção de estratégia orientada para a inovação, apostando na investigação, e orientada para a expansão, recorrendo ao marketing;
- c) Referindo o momento 'oito anos atrás', constata-se a notória relação da maioria das variáveis, apresentarem linhas de tendência e influência diversas, positivas e negativas. Apurando mais a análise parece demarcarem-se dois grupos de variáveis que se relacionam. Assim, tudo o indica, verifica-se que o comportamento dos gestores, através da delegação de autoridade e comunicação com clientes, e da sua especialização, assente no nível de formação e grau de escolaridade, evidenciam clara relação com a opção de estratégia orientada para a expansão, baseada em novos mercados geográficos e na aposta em marketing;
- d) O segundo grupo de variáveis parece evidenciar a existência de relação entre diversas



variáveis de opção de estratégia, nomeadamente desenvolvimento de produtos existentes, novos canais de distribuição, nível tecnológico e política de preços.

Em suma, parece que o comportamento dos gestores, baseado essencialmente na comunicação com os clientes e delegação de autoridade, evidencia alguma influência nas opções de estratégia de expansão, diversificação e de inovação seguidas pelas empresas, baseadas em diferentes variáveis e efeitos diversos.

## CAPÍTULO 6- CONCLUSÕES

### 6.1- Introdução

As dimensões-chave identificadas por tipologia do gestor e opção de estratégia são constituídas, cada uma delas, por diferentes variáveis de tipo qualitativo. Por sua vez, a estrutura financeira e o desempenho são constituídas por variáveis de tipo quantitativo.

As conclusões finais derivam da análise detalhada realizada ao longo da investigação e expressam as linhas de orientação que parecem demonstrar as relações evidentes, apuradas entre as dimensões-chave, em consonância com o modelo de investigação seguido, por sua vez baseado nas hipóteses de trabalho.

### 6.2- Relações a verificar

#### 6.2.1- Relação entre tipologia do gestor e opção de estratégia e a estrutura financeira e o desempenho

O estudo realizado parece comprovar a existência de relação de influência entre tipologia do gestor e opção de estratégia e a estrutura financeira, qualquer que seja o sector de actividade, situação que não se verificou considerando a amostra global. A intensidade e tipo de relação varia consoante a especificidade do negócio.

Parece confirmar-se, assim, genericamente a hipótese 1. Verificam-se, no entanto, importantes diferenças, tudo o indica, quanto ao tipo de relações, evidenciando características de gestores e orientações de estratégia das empresas, conforme o sector de actividade.

Hipótese 1: A *tipologia do gestor* de topo consoante o seu comportamento, personalidade e

*especialização influencia de forma distinta a estrutura financeira das empresas, avaliada em termos da estrutura de capital, de endividamento e de investimento .*

Parece confirmar-se que a especialização dos gestores das empresas do sector da alimentação, ainda que de nível reduzido, influencia positivamente o investimento. Por sua vez, o comportamento dos gestores parece influenciar positivamente a rotação do activo, não se confirmando a sua influência no investimento.

*Sub-hipótese 1.1: Os gestores do sector da alimentação são caracterizados pela sua especialização e comportamento e influenciam positivamente o investimento;*

Parece confirmar-se que a personalidade dos gestores das empresas do sector dos têxteis e confecções, baseada na propensão para o risco, influencia positivamente o endividamento de curto, médio e longo prazos. Os resultados parecem evidenciar, além disso, influência positiva da personalidade dos gestores na estrutura de capital.

*Sub-hipótese 1.2: Os gestores do sector dos têxteis e confecções são caracterizados pela sua personalidade e influenciam positivamente o endividamento;*

Não parece confirmar-se que a especialização dos gestores do sector da química e plásticos, baseada no grau de escolaridade, e o seu comportamento, baseada na delegação de autoridade, influenciam o investimento. Parece confirmar-se, no entanto, que aquelas mesmas características dos gestores influenciam positivamente o endividamento de curto prazo.

*Sub-hipótese 1.3: Os gestores do sector da química e plásticos são caracterizados pela sua especialização e comportamento e influenciam positivamente o investimento;*

Não parece confirmar-se que a personalidade dos gestores do sector da química e plásticos, baseada na propensão para o risco, influencia o endividamento. Parece confirmar-se, no entanto, que aquela mesma característica dos gestores influencia positivamente o investimento.

Sub-hipótese 1.4: Os gestores do sector da metalurgia e metalomecânica são caracterizados pela sua personalidade e influenciam positivamente o endividamento.

Diferentes autores expressam, neste sentido, os seus pontos de vista. Berger *et al.* (1997) argumentam que os gestores influenciam a opção de investimento, dependente de factores diversos ligados ao seu interesse particular, a ponto de nem sempre adoptarem estruturas de capital convenientes à empresa. Tratando a questão em termos de conflito de interesses Jensen & Meckling (1976) e Harris & Raviv (1991) acentuam da mesma forma a influência dos gestores na estrutura de capital. Admitindo a influência dos gestores cimeiros na estrutura financeira devido a prosseguirem diferentes objectivos e à necessidade de reduzir a incerteza, pronunciam-se Andrews (1980) e Pfeffer & Salancik (1978).

Os gestores apresentam propensão para optarem pelo endividamento ou outra forma de financiamento consoante o tipo de investimentos e o seu interesse o que influencia a estrutura de capital, referem Bethel & Liebeskind (1993).

O estudo realizado não comprova existir relação de influência entre tipologia do gestor e desempenho. Comprova, no entanto, existir relação de influência entre opção de estratégia e desempenho, qualquer que seja o sector de actividade, situação que não se verificou considerando a amostra global. A intensidade e tipo de relação varia consoante a especificidade do negócio.

Parece confirmar-se genericamente a hipótese 2. Verificam-se, no entanto, importantes diferenças, tudo o indica, quanto ao tipo de relações, evidenciando características de gestores e orientações de estratégia das empresas, conforme o sector de actividade.

Hipótese 2: A opção de estratégia orientada para a inovação, para a expansão, para a diversificação ou para a transacção influencia de forma distinta a estrutura financeira das empresas, avaliada em termos da estrutura de capital, de endividamento e de investimento.

Parece confirmar-se que a estratégia de expansão das empresas do sector da alimentação, baseada em novos produtos, influencia positivamente o endividamento de médio e longo prazos. Além disso, parece que aquela mesma opção de estratégia, baseada em novas linhas

de produtos, influencia positivamente a estrutura de capital. Parece não se confirmar a influência no investimento.

Sub-hipótese 2.1: *As empresas do sector da alimentação caracterizam-se por apostarem na estratégia de expansão e influenciam positiva e simultâneamente o investimento e o endividamento;*

Parece confirmar-se que a estratégia de expansão das empresas do sector dos têxteis e confecções, baseada em novas linhas de produtos, e no desenvolvimento de produtos existentes, influencia positivamente o endividamento de médio e longo prazos e que a estratégia de expansão, baseada em novos canais de distribuição, influencia positivamente o investimento.

Sub-hipótese 2.2: *As empresas do sector dos têxteis e confecções caracterizam-se por apostarem nas estratégias de inovação e de expansão e influenciam positiva e simultâneamente o investimento e o endividamento;*

Parece confirmar-se que a estratégia de inovação das empresas do sector da química e plásticos, baseada na investigação e desenvolvimento, e a estratégia de expansão, baseada em novos produtos, desenvolvimento de produtos existentes, intensidade de marketing, novos mercados geográficos e em novos canais de distribuição, influenciam positivamente o endividamento, nuns casos de curto prazo, noutros casos de médio e longo prazos. Por sua vez, a estratégia de expansão, baseada em novas linhas de produtos e em novos produtos, tudo o indica, influencia positivamente o investimento.

Parece não se confirmar que a estratégia de inovação influencie o investimento.

Sub-hipótese 2.3: *As empresas do sector da química e plásticos caracterizam-se por apostarem nas estratégias de inovação, diversificação e expansão e influenciam positiva e simultâneamente o investimento e o endividamento;*

Parece confirmar-se que a estratégia de inovação das empresas do sector da metalurgia e metalomecânica, baseada na tecnologia, influencia positivamente o investimento e o

endividamento de médio e longo prazos. Confirma-se, também, que a estratégia de expansão, baseada em novos canais de distribuição, tudo o indica, influencia positivamente o investimento. Por sua vez, a estratégia de expansão, baseada na intensidade de marketing, parece influenciar positivamente a estrutura de capital das empresas.

Não se confirma, tudo o indica, que a estratégia de expansão influencia o endividamento.

*Sub-hipótese 2.4: As empresas do sector da metalurgia e metalomecânica caracterizam-se por apostarem nas estratégias de inovação e expansão e influenciam positiva e simultaneamente o investimento e o endividamento;*

A estratégia da empresa, por depender do comportamento dos gestores, deverá fornecer uma base para compreender a estrutura de capital (financeira) uma vez que segue a estratégia (Barton & Gordon, 1987, 1997). A estrutura de capital é influenciada pelas opções de estratégia, argumentam Balakrishnan & Fox (1993). A propensão para a tomada do risco e a preferência em recorrer a fundos gerados ou ao financiamento externo deverão afectar a estrutura de capital (Barton & Gordon, 1988).

As diferentes espécies de financiamento influenciam a estrutura financeira, estando aquela escolha e a da estrutura de capital entre as decisões-chave tomadas pelos gestores, referem Williamson (1988), Kochhar (1996) e Myers (1998). A estrutura de capital é influenciada pelas opções de estratégia e tipo de negócio, segundo Williamson (1981), Long & Malitz (1983) e Kochhar (1996). Neste mesmo sentido argumentam Harris & Raviv (1991) ao considerarem que os novos produtos dada a sua inovação afectam o nível da dívida.

Parece não se confirmar genericamente a hipótese 3. Confirmam-se, no entanto, alguns casos particulares de relações de influência, tudo o indica, consoante os sectores de actividade.

*Hipótese 3: A tipologia do gestor de topo consoante o seu comportamento, personalidade e especialização do gestor de topo influencia de forma distinta o desempenho das empresas avaliado através dos resultados e rendibilidade, do índice de crescimento e da rotação do activo.*

Parece confirmar-se que o comportamento dos gestores, das empresas do sector da alimentação, baseado na comunicação com os clientes, influencia positivamente a rotação do activo.

Não se confirma, tudo o indica, que a especialização e o comportameto dos gestores influencia o índice de crescimento e naquele caso, também, a rotação do activo.

Sub-hipótese 3.1: *Os gestores do sector da alimentação são caracterizados pela sua especialização e comportamento e influenciam positivamente o índice de crescimento e a rotação do activo;*

Parece não se confirmar a sub-hipótese 3.2.

Sub-hipótese 3.2: *Os gestores do sector dos têxteis e confecções são caracterizados pela sua personalidade e influenciam positivamente a rendibilidade;*

Parece confirmar-se que o comportamento dos gestores, das empresas do sector da química e plásticos, baseado na comunicação com os empregados, influencia positivamente o índice de crescimento.

Não se confirma, tudo o indica, que a especialização e o comportameto dos gestores influencie a rotação do activo e naquele caso, também, o índice de crescimento.

Parece, contudo, verificar-se a influência positiva do comportamento dos gestores, baseado na comunicação com os empregados, na rendibilidade da empresa e do capital próprio.

Sub-hipótese 3.3: *Os gestores do sector da química e plásticos são caracterizados pela sua especialização e comportamento e influenciam positiva e simultâneamente o índice de crescimento e a rotação do activo;*

Não se confirma, tudo o indica, a sub-hipótese 3.4.

Sub-hipótese 3.4: *Os gestores do sector da metalurgia e metalomecânica são caracterizados*

*pela sua personalidade e influenciam positivamente a rendibilidade.*

Parece confirmar-se genericamente a hipótese 4. Verificam-se, no entanto, importantes diferenças quanto ao tipo de relações, tudo o indica, consoante as orientações de estratégia das empresas e o sector de actividade.

Hipótese 4: *A opção de estratégia consoante seja orientada para a inovação, para a expansão, para a diversificação ou para a transacção, influencia de forma distinta o desempenho das empresas avaliado através dos resultados e rendibilidade, do índice de crescimento e da rotação do activo.*

Parece confirmar-se que a estratégia de expansão das empresas do sector da alimentação, baseada em novos mercados geográficos, influencia positivamente a rendibilidade das vendas. Parece não se confirmarem outras relações de influência.

Sub-hipótese 4.1: *As empresas do sector da alimentação caracterizam-se por apostarem na estratégia de expansão e influenciam positiva e simultaneamente a rendibilidade e a rotação do activo;*

Parece confirmar-se que a estratégia de inovação das empresas do sector dos têxteis e confecções, baseada no nível tecnológico, influencia positiva e simultaneamente a rendibilidade da empresa, do capital próprio e das vendas e o índice de crescimento. Não se confirma, tudo o indica, a relação de influência com a rotação do activo.

Parece confirmar-se, também, que a estratégia de expansão, baseada em novas linhas de produtos, influencia positivamente a rotação do activo e, baseada no desenvolvimento de produtos existentes, influencia positivamente a rendibilidade do capital próprio.

Sub-hipótese 4.2: *As empresas do sector dos têxteis e confecções caracterizam-se por apostarem nas estratégias de inovação e de expansão e influenciam positiva e simultaneamente a rendibilidade e a rotação do activo;*

Parece confirmar-se que a estratégia de inovação das empresas do sector da química e



plásticos, baseada no nível tecnológico, influencia positivamente o índice de crescimento. Não se confirmam, tudo o indica, outras relações de influência.

Parece confirmar-se que a estratégia de diversificação, baseada em novos negócios, influencia positivamente a rendibilidade do capital próprio e a rotação do activo. Não se confirma, tudo o indica, a relação de influência com o índice de crescimento.

Parece confirmar-se que a estratégia de expansão, baseada na intensidade do marketing, influencia positivamente a rotação do activo. Não se confirmam, tudo o indica, outras relações de influência.

*Sub-hipótese 4.3: As empresas do sector da química e plásticos caracterizam-se por apostarem nas estratégias de inovação, diversificação e expansão e influenciam positiva e simultaneamente a rendibilidade, o índice de crescimento e a rotação do activo;*

Parece confirmar-se que a estratégia de expansão das empresas do sector da metalurgia e metalomecânica, baseada no desenvolvimento de produtos existentes, influencia positiva e simultaneamente a rendibilidade da empresa e das vendas e o índice de crescimento. Não se confirmam, tudo o indica, outras relações de influência.

*Sub-hipótese 4.4: As empresas do sector da metalurgia e metalomecânica caracterizam-se por apostarem nas estratégias de inovação e expansão e influenciam positiva e simultaneamente a rendibilidade e o índice de crescimento.*

Diferentes autores corroboram, em sentido positivo, os seus pontos de vista. Penrose (1959) considera que os gestores limitam o crescimento devido à forma como compreendem a evolução do mercado e à sua própria capacidade de gestão. Os factores de personalidade afectam claramente o desempenho (Buzzell & Gale, 1987). Já Williamson (1985), salienta a importância do comportamento oportunista dos gestores com efeito no desempenho.

Hambrick & Snow (1977), Hambrick & Mason (1984), Wiersema & Bantel (1992), argumentam que a base cognitiva do gestor fruto do conhecimento, das experiências e treino e das características demográficas influencia o processo de percepção para a tomada de

decisão, concluindo os autores Miller & Toulouse (1986), Hambrick *et al.* (1993), Rajagopalan & Datta (1996) e Boeker (1997), com implicações no tipo de opção e desempenho das organizações.

Da mesma forma, referem Donley & Winter (1970), Hundal (1971), Bray *et al.* (1974), Miner (1975), Gordon (1975) Katz & Kahn (1978) e Norburn (1986), as características dos líderes influenciam o crescimento e os resultados e fazem a diferença entre os concorrentes. Os gestores com necessidade de realização são mais propensos ao risco e influenciam o crescimento das organizações (Atkinson, 1958; Wissema *et al.*, 1980).

Rajagopalan & Datta (1996) defendem que as condições industriais e as características do gestor relacionam-se e afectam o desempenho.

Quanto à opção de estratégia, Mahoney & Pandian (1992) evidenciam que a política de diversificação de novos produtos e a especialização da actividade tem efeitos positivos no crescimento e desenvolvimento da empresa. Também, os processos tecnológicos e os processos de distribuição têm efeitos sobre o nível de crescimento da empresa, refere Chandler (1990). A forma como a empresa se relaciona e age no mercado, decorrente de opção de estratégia quanto ao tipo de tecnologia, aposta na investigação, novos produtos, novos negócios, política de preços adoptada, tem efeitos no seu crescimento e desempenho (Conner, 1991). Contudo, refere Slater (1980), a política de marketing e a aposta na investigação demarcam-se na influência e impacte no crescimento das organizações. Ou seja, como salienta Oliver Hart (1989), as opções de estratégia afectam o desempenho.

Rumelt (1974), Prahalad & Hamel (1990) e Conner (1991), argumentam que a «inovação revolucionária» dos produtos ou serviços, associada ao produto único, assegura melhores condições para o crescimento da empresa e a obtenção de resultados acrescidos.

Nos sectores da alimentação e da química e plásticos predominam os gestores com fraca escolaridade. No entanto, naquele sector de actividade, tudo o indica, a linha de tendência vai no sentido de se privilegiar o investimento em imobilizado, ao passo que no sector da química e plásticos orientam-se para o endividamento.

Nos sectores dos têxteis e confecções e da metalurgia e metalomecânica os gestores parece apresentarem clara propensão ao risco com linhas de orientação distintas. Naquele sector privilegiam o endividamento e neste, da metalurgia e metalomecânica, apostam claramente no investimento em imobilizado.

As opções de estratégia identificadas como de expansão e diversificação, com evidência e maioritariamente, parece terem sido propostas como orientação, assumidas pelas empresas dos sectores da alimentação e da química e plásticos. Naquele caso, a aposta na expansão e diversificação parece evidenciar a propensão para procurar novos mercados geográficos e novos produtos derivando daí influência positiva na rendibilidade e negativa no endividamento. No caso do sector da química e plásticos, a aposta na expansão parece ter-se baseado no marketing, novos mercados geográficos e novos canais, e a aposta na diversificação parece ter-se orientado para os novos negócios e também para os novos produtos, com efeitos positivos no endividamento, consequentemente na estrutura de capital, no investimento e na rendibilidade, com destaque para a rendibilidade do capital próprio.

O sector dos têxteis e confecções parece apresentar clara tendência para seguir a estratégia de expansão, através do desenvolvimento dos produtos existentes, com influência positiva na estrutura financeira, via endividamento e investimento, e no desempenho, com incidência na rendibilidade e crescimento das empresas. Já o sector da metalurgia e metalomecânica, tudo o indica, segue da mesma forma a estratégia de expansão, só que apoiada em novos mercados geográficos com influência preponderante e positiva no investimento, não se evidenciando efeitos notórios no desempenho.

#### 6.2.2- Relação entre a estrutura financeira e o desempenho

O estudo realizado parece comprovar a existência de relação de influência entre a estrutura financeira e o desempenho, qualquer que seja o sector de actividade e a amostra global. A intensidade e tipo dessa relação, tudo o indica, varia consoante a especificidade do negócio.

Parece confirmar-se, assim, genericamente a hipótese 5. Verificam-se, no entanto, tudo o indica, importantes diferenças quanto ao tipo de relações, envolvendo distintas variáveis, consoante o sector de actividade.

Hipótese 5: *A estrutura financeira avaliada em termos das estruturas de capital, de endividamento e de investimento, influencia de modo diferente o desempenho das empresas, avaliado através da rendibilidade, da rotação do activo e do índice de crescimento.*

Parece confirmar-se que a aposta no investimento por parte das empresas do sector da alimentação influencia positivamente a rendibilidade do capital próprio e que, além disso, parece influenciar positivamente o índice de crescimento. Confirma-se, também, que a aposta no endividamento, tudo o indica, influencia negativamente o índice de crescimento.

Por sua vez, a estrutura de capital parece influenciar positivamente a rendibilidade do capital próprio.

Sub-hipótese 5.1: *As empresas do sector da alimentação caracterizam-se por apostarem no investimento e no endividamento, no caso do investimento com influência positiva na rendibilidade e no caso do endividamento com influência negativa no índice de crescimento;*

Parece confirmar-se que a aposta no investimento por parte das empresas do sector dos têxteis e confecções influencia positivamente a rendibilidade do capital próprio e que, além disso, parece influenciar positiva e simultaneamente a rendibilidade da empresa e o índice de crescimento. Confirma-se, também, que a aposta no endividamento, tudo o indica, influencia negativamente a rotação do activo.

Por sua vez, a estrutura de capital parece influenciar positivamente a rendibilidade do capital próprio.

Sub-hipótese 5.2: *As empresas do sector dos têxteis e confecções caracterizam-se por apostarem no investimento e no endividamento, no caso do investimento com influência positiva na rendibilidade e no caso do endividamento com influência negativa na rotação do activo;*

Parece confirmar-se que a aposta no investimento por parte das empresas do sector da química e plásticos influencia positivamente a rendibilidade da empresa e das vendas e que,

além disso, parece influenciar positivamente o índice de crescimento. Parece, por outro lado, no que respeita à relação de influência do investimento na rotação do activo que a influência é positiva nos primeiros anos do período em análise e negativa nos restantes.

Não se confirma, tudo o indica, que a aposta no endividamento influencia negativamente o índice de crescimento.

*Sub-hipótese 5.3: As empresas do sector da química e plásticos caracterizam-se por apostarem no investimento e no endividamento, no caso do investimento com influência positiva na rendibilidade e no caso do endividamento com influência negativa no índice de crescimento;*

Parece não se confirmar a influência da aposta no investimento, por parte das empresas do sector da metalurgia e metalomecânica, na rendibilidade nem a influência negativa do endividamento na rotação do activo.

Parece, no entanto, ser evidente a influência negativa do investimento na rotação do activo.

*Sub-hipótese 5.4: As empresas do sector da metalurgia e metalomecânica caracterizam-se por apostarem no investimento e no endividamento, no caso do investimento com influência positiva na rendibilidade e no caso do endividamento com influência negativa na rotação do activo;*

A conclusão global é corroborada pela literatura. Chandler (1990), considera que a política de investimento orientada para os processos tecnológicos têm efeitos sobre o nível de crescimento da empresa. Já Jensen & Meckling (1976) e Eisenhardt (1989) referem que a estrutura financeira afecta o desempenho devido à composição accionista. Maksimovic & Zechner (1991), admitem a influência no desempenho ao referirem a relação da estrutura financeira com as decisões de investimento. Patrick (1998), evidencia que o crescimento das empresas e os resultados são afectados pela estrutura da dívida e montante.

Diferentes autores (Titman & Wessels, 1988; Balakrishnan & Fox, 1993; Esperança & Gama, 1999) argumentam que a variação dos resultados é determinante da estrutura de

capital. Harris & Raviv (1991), referem que a estrutura de investimento associada à estrutura de endividamento afectam a rendibilidade das organizações. Buzzell & Gale (1987), consideram que a intensidade dos investimentos actua poderosamente sobre a rendibilidade.

Parece, portanto, verificar-se, tanto no sector da alimentação como no sector dos têxteis e confecções, que o maior índice de estrutura de capital, através especialmente do endividamento a médio e longo prazos, influencia a rendibilidade do capital próprio. Esta influência positiva é, também, evidente, tudo o indica, naquelas empresas que apostam em prosseguir investimentos em imobilizado, política claramente assumida pelas empresas do sector dos têxteis e confecções.

Tanto as empresas do sector da química e plásticos como do sector da metalurgia e metalomecânica parecem privilegiar os investimentos em imobilizado. No primeiro caso, com influência positiva evidente na rendibilidade e índice de crescimento. No segundo caso, referente ao sector da metalurgia e metalomecânica, a relação, tudo o indica, tem efeitos negativos na rotação do activo, aliás, como se verifica, também, no sector dos têxteis e confecções.

Observando, agora, a amostra global, parece verificar-se que da estrutura financeira se evidenciam a estrutura de capital e o investimento em imobilizado, maioritariamente, nas relações de influência com o desempenho. Ou seja, tudo o indica, o aumento do endividamento implica maior rendibilidade do capital próprio, ao mesmo tempo que a propensão das empresas para realizarem investimentos em imobilizado ocasiona maior crescimento e melhor rendibilidade do activo total.

### 6.2.3- Relação entre a tipologia do gestor e a opção de estratégia

O estudo realizado parece comprovar a existência de relação de influência entre a tipologia do gestor e a opção de estratégia, qualquer que seja o sector de actividade, com exclusão do sector da alimentação devido à reduzida dimensão da amostra, e a amostra global. A intensidade e tipo de relação, tudo o indica, varia consoante a especificidade do negócio.

Parece confirmar-se, assim, genericamente a hipótese 6. Verificam-se, no entanto,

importantes diferenças quanto ao tipo de relações, tudo o indica, evidenciando características de gestores e orientações de estratégia das empresas, conforme o sector de actividade.

*Hipótese 6: A tipologia do gestor de topo consoante o seu comportamento, personalidade e especialização influencia de modo diverso a opção de estratégia orientada para a inovação, para a expansão, para a diversificação ou para a transacção.*

Não foi possível estudar as empresas do sector da alimentação, dada a reduzida dimensão da amostra, logo, não se expende análise referente à sub-hipótese 6.1.

*Sub-hipótese 6.1: Os gestores do sector da alimentação são caracterizados pela sua especialização e comportamento e influenciam positivamente a estratégia de expansão;*

Parece não se confirmar que os gestores do sector dos têxteis e confecções caracterizados pela personalidade, baseada na propensão para o risco, influenciam as estratégias de inovação e expansão. Parece, com alguma evidência, que o comportamento dos gestores, baseado na delegação de autoridade, influencia a estratégia de inovação.

*Sub-hipótese 6.2: Os gestores do sector dos têxteis e confecções são caracterizados pela sua personalidade e influenciam positiva e simultâneamente as estratégias de inovação e expansão;*

Parece confirmar-se que os gestores do sector da química e plásticos caracterizados pela especialização, baseada na formação, e pela personalidade, baseada na propensão para o risco, influenciam as estratégias de transacção, inovação e expansão. Confirma-se assim parcialmente, tudo o indica, a hipótese formulada.

*Sub-hipótese 6.3: Os gestores do sector da química e plásticos são caracterizados pela sua especialização e comportamento e influenciam positiva e simultâneamente as estratégias de inovação, diversificação e expansão;*

Parece confirmar-se que os gestores do sector da metalurgia e metalomecânica caracterizados pelo comportamento, baseado na delegação de autoridade, comunicação com

os empregados e comunicação com os clientes, pela demografia, baseada na idade, e pela especialização, baseada na formação, influenciam positiva e simultaneamente as estratégias de inovação e expansão.

Não se confirma, tudo o indica, a influência da personalidade nas estratégias de inovação e expansão formulada na hipótese.

*Sub-hipótese 6.4: Os gestores do sector da metalurgia e metalomecânica são caracterizados pela sua personalidade e influenciam positiva e simultâneamente as estratégias de inovação e expansão.*

Diferentes autores expressam os seus pontos de vista. Barnard (1938) e Rajagopalan & Datta (1996) referem que as opções de estratégia são influenciadas pelo tipo de líder e ambos têm impacte no desempenho das organizações. No mesmo sentido, Ginsberg (1988), Virany *et al.* (1992) e Boeker (1997) argumentam que as características do gestor influenciam a mudança nos produtos ou mercados das empresas.

Zahara & Pearce II (1989), Finkelstein & Hambrick (1990) e Wiersema & Bantel (1992) salientam que as equipas de gestão, o nível de formação, o tempo de mandato e o modo como é tomada a decisão influenciam as opções de estratégia e o desempenho das organizações.

Miller & Toulouse (1986) argumentam que as organizações maduras procuram, normalmente, líderes com características que determinem a sua apetência para desafiar a cultura e as opções estratégicas colocadas. Aqueles autores mais Miller *et al.* (1982), por sua vez, evidenciam que as características de personalidade do gestor têm maior impacte nas pequenas e médias organizações o que afecta as opções de estratégia.

Os gestores com propensão para a realização fazem crescer mais rapidamente as empresas, por adoptarem estratégias mais agressivas, de maior risco, e por recorrerem ao marketing, salientam Atkinson (1958) e Wissema *et al.* (1980).

O comportamento do gestor, via comunicação com clientes, comunicação com empregados



ou por delegação de autoridade, parece ser característica influente e comum na opção de estratégia das empresas, orientadas especialmente para a expansão, através de novos mercados geográficos, canais de distribuição ou desenvolvimento de produtos existentes, e para a diversificação, através de linha de produtos, novos produtos ou novos negócios, de qualquer dos sectores de actividade. Entretanto, tudo o indica, associam-se outras características preponderantes, consoante o sector.

No sector dos têxteis e confecções parece ser sobretudo o comportamento, baseado na delegação de autoridade dos gestores, que influencia a opção pela expansão e pela inovação. Já no sector da química e plásticos, tudo o indica, evidenciam-se as características de personalidade e de especialização como factores influentes, neste caso, na opção pela expansão, via intensidade de marketing, novos mercados geográficos, novos canais de distribuição e desenvolvimento de produtos existentes.

Quanto ao sector da metalurgia e metalomecânica parece serem claramente as características de comportamento e de especialização, com base na comunicação com clientes e na escolaridade e formação, aquelas que influenciam positivamente as opções pela expansão e inovação.

A amostra global possibilita verificar, tudo o indica, serem especialmente as características de comportamento e de personalidade aquelas que influenciam claramente as opções de expansão, de diversificação e de inovação.

Parece verificarem-se algumas alterações, comparando as relações de influência reportadas ao momento 'actual', sobre que incidiu esta análise, face ao momento 'oito anos atrás', quanto ao tipo de variáveis influentes em todos os sectores de actividade

### 6.3- Conclusões finais

Reconhece-se ter sido ambicioso o projecto de investigação, não só em termos da extensão dos trabalhos mas também por envolver elevado número de relações entre variáveis a verificar, com base nas quais se pretendeu, por sua vez, estudar relações entre «dimensões-chave», de empresas agrupadas em quatro sectores de actividade.

Os objectivos foram parcialmente alcançados, na medida em que parece terem-se verificado relações de influência distintas e relevantes, entre variáveis de cada uma das dimensões-chave e por sector de actividade, conforme aos propósitos da investigação.

Por manifesta insuficiência da dimensão da amostra, não se concluiu pela existência ou não de modelo característico, baseado em relações-tipo entre variáveis de tipologia de gestores, opção de estratégia, estrutura financeira e desempenho, das empresas agrupadas por sector de actividade. Trata-se, certamente, de trabalho relevante a realizar, por parecer existir esse modelo, admitindo-se, à priori, que possa alterar-se ao longo do tempo. Foi realizado grande esforço para alcançar o número de dados necessários, por sector de actividade, por forma a evidenciar de forma consistente aquele tipo de conclusões.

Parece, no entanto, terem sido verificadas relações de influência entre determinadas variáveis, identificadas por cada uma das dimensões-chave, das empresas referentes a cada sector de actividade, conforme aos objectivos.

Todas as relações evidenciadas no estudo, consoante os modelos aplicados, cumpriram as exigências dos testes estatísticos de normalidade, significância, homeostacidade, homogeneidade e multicolinearidade. No caso da multicolinearidade, por exemplo, os testes de tolerância e de 'variance inflation factor' são automaticamente realizados e eliminados pelo *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS). Em relação aos testes de Durbin-Watson e de White, o SPSS só aceita os modelos com resíduos aleatórios e homeocedásticos.

Os modelos estatísticos utilizados mostraram-se ser os mais indicados, tendo em atenção a dimensão das sub-amostras e o facto de se envolverem variáveis paramétricas e não

paramétricas.

Parece evidente que as empresas dos sectores da alimentação e da química e plásticos são dirigidas por gestores cuja acção se baseia na especialização e no comportamento. Neste âmbito, os gestores das empresas do sector da alimentação apresentam propensão para a acção externa junto dos clientes, enquanto os gestores das empresas do sector da química e plásticos privilegiam a acção interna junto dos empregados. Já os gestores das empresas dos sectores dos têxteis e confecções e da metalurgia e metalomecânica parecem distinguir-se pela acção baseada na característica de personalidade, naturalmente, predispostos a privilegiar acções de maior risco.

As opções de estratégia adoptadas parece serem distintas, consoante se trata de empresas de um ou outro sector de actividade. Ainda que todas pareçam adoptar a estratégia de expansão, fazem-no, em cada caso, recorrendo a opções específicas.

Ou seja, as opções de estratégia de transacção e de diversificação parece serem apenas adoptadas pelas empresas do sector da química e plásticos. Mas já a opção de estratégia pela inovação parece evidente a sua adopção pelas empresas dos sectores dos têxteis e confecções, química e plásticos e metalurgia e metalomecânica.

A estrutura financeira parece evidenciar influencia diversa, consoante as empresas são dum ou doutro sector de actividade, o que poderá considerar-se natural, pois são diversas as características dos gestores e as opções de estratégia seguidas. Nas empresas dos diversos sectores de actividade, parece verificar-se orientação para a estratégia de expansão, com efeitos claramente evidentes na estrutura de capital, no endividamento de médio e longo prazos e no investimento, ainda que em graus diferentes. Nas empresas do sector dos têxteis e confecções parece evidente a influência da personalidade dos gestores no endividamento, ao passo que nas empresas do sector da química e plásticos parece evidente a influência da especialização e comportamento dos gestores.

O desempenho das empresas parece evidenciar influência diversa, consoante os sectores de actividade. No entanto, sobressai o facto de em todas as empresas se tornar evidente a influência positiva do investimento na rotação do activo, com destaque para o facto de nas

empresas dos sectores da química e plásticos e da metalurgia e metalomecânica ser negativa essa influência.

Nas empresas do sector dos têxteis e confecções a rendibilidade do capital próprio, a rendibilidade da empresa e o índice de crescimento parece evidenciar a influência do investimento e da estratégia de inovação e, no caso da rendibilidade do capital próprio, também pela estratégia de expansão.

Nas empresas do sector da química e plásticos a rendibilidade da empresa, a rendibilidade das vendas e o índice de crescimento parece serem influenciadas pelo investimento e pela estratégia de transacção, substituindo-se esta, no caso do índice de crescimento, pela estratégia de inovação.

Nas empresas do sector da alimentação a rotação do activo parece ser influenciada pelo investimento e pelo comportamento dos gestores.

No que respeita ao estudo da influência da tipologia do gestor na opção de estratégia, não se apresenta com suficiente clareza o tipo de variáveis que asseguram essas relações, por força da dimensão da amostra, por sector de actividade. A amostra global parece evidenciar relação positiva entre a personalidade dos gestores e as estratégias de expansão e de inovação, no final do período em estudo.

## 6.4- Limitações e contribuições da investigação

### a) Limitações da investigação

Parece ficar claro a importância em agrupar as empresas consoante a actividade, sugerindo-se que se tenham em atenção a dimensão das organizações e o facto de se tratar de empresas industriais ou outras.

Torna-se para isso essencial dispor de amostra com dimensão adequada, o que depende da técnica estatística empregue. Segundo diversos autores, por exemplo, para utilizar o modelo de análise da correlação canónica necessita-se dispor, para cada grupo de relações a verificar, de um mínimo de dados de cinquenta organizações. Seria para isso importante dispor-se de base de dados, constituída por elementos de informação pertinentes, recolhidos ao longo do tempo, de empresas agrupadas por sector de actividade.

Verificaram-se limitações que não possibilitaram alargar as consequências da investigação. Destacam-se como principais as seguintes:

- 1) A dimensão da amostra, dadas as implicações na robustez da análise, na qualidade dos ajustamentos e na direcção potencial da relação entre certas variáveis, ao não possibilitar a comprovação de outras relações de influência, no caso de existirem, por não disporem do número de observações tecnicamente exigíveis;
- 2) A complexidade das relações entre fenómenos verificados nas empresas a par da influência de outras variáveis;
- 3) A qualidade das respostas e informação obtida das empresas respondentes ao inquérito e que constituem a amostra, muito embora os cuidados de todos quanto à sua fiabilidade. Destacam-se os dados contabilísticos, de natureza económica e financeira, fornecidos pelas empresas, nomeadamente atendendo à qualidade dos registos existentes na empresa poderem apresentar-se modificados por razões fiscais.

## b) Contribuições da investigação

A investigação realizada suscita orientações para outros trabalhos, baseados no modelo proposto, constituído pelas dimensões-chave identificadas por tipologia do gestor, opção de estratégia, estrutura financeira e desempenho, visando alargar a análise ou o seu aprofundamento para melhor compreensão da relação de influência, bem como da existência ou não de modelo-tipo de relações característico por sector de actividade.

O estudo desenvolvido, as conclusões obtidas e as limitações encontradas, possibilitam orientar no sentido de aprofundar a investigação e realizar outros trabalhos complementares nesta área de projecto, nomeadamente:

- 1) Proceder ao aprofundamento da investigação, com base no modelo adoptado, no sentido de verificar a existência de modelo-tipo de relação de influência entre dimensões-chave, por sector de actividade;
- 2) Continuar a investigação com base no modelo, recorrendo a diferentes variáveis;
- 3) Aplicar o modelo e realizar investigação em empresas de sectores de actividade similares doutros países (mercados), por forma a poder comparar os resultados;
- 4) Comparar o comportamento das variáveis, expresso nas relações de influência entre dimensões-chave de empresas de distintos sectores de actividade, compreendendo diferentes períodos suficientemente afastados no tempo, por forma a analisar as alterações verificadas;
- 5) Analisar se a localização, por áreas de implantação industrial, influencia ou distingue o tipo de relações entre dimensões-chave, considerando empresas do mesmo sector de actividade;
- 6) Alargar a análise contemplando outras dimensões-chave e sectores de actividade.

Com caracter diferente, ainda que possa admitir-se alguma similitude com base no modelo utilizado, poderá desenvolver-se outro tipo de estudos, por exemplo investigar os efeitos da política económica nas empresas, por sector de actividade e por região.

## ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1- Número de empresas que constituem a amostra parcial e distribuição por sector de actividade (1.ª fase)

Quadro 2- Número de empresas que constituem a amostra parcial e distribuição por sector de actividade (2.ª fase)

Quadro 3- Número de empresas que constituem a amostra global e distribuição por sector de actividade

Quadro 4- Testes de normalidade

Quadro 5- Testes de homogeneidade de variância

Quadro 6- Grupos estatísticos

Quadro 7- Teste t de amostras independentes

Quadro 8- Estatística descritiva

Quadro 9- Correlações

Quadro 10- Sumário do modelo

Quadro 11- ANOVA

Quadro 12- Coeficientes

Quadro 13- Sumário de análise

Quadro 14- 'Weights'

Quadro 15- Opção de estratégia e tipologia do gestor, amostra global

Quadro 16- Sector de actividade

Quadro 17- Médias do activo líquido e volume de vendas, por sector de actividade

Quadro 18- Média

Quadro 19- Dados referentes às variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia

Quadro 20- Dados referentes a variáveis relevantes de opção de estratégia

Quadro 21- Investigação e desenvolvimento, sector de actividade. Teste do qui quadrado

Quadro 22- Desenvolvimento de produtos existentes, sector de actividade. Teste do qui



quadrado

Quadro 23- Aposta em novos mercados geográficos, sector de actividade. Teste do qui  
quadrado

Quadro 24- Dados referentes às variáveis de estrutura financeira e de desempenho, por sector  
de actividade

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1- Dimensões-chave do modelo a investigar

Figura 2- O método de investigação

Figura 3- Diagrama do modelo de investigação

Figura 4- Diagrama das relações entre dimensões-chave

Figura 5- Diagrama de relação entre variáveis de tipologia do gestor e opção de estratégia e de estrutura financeira e desempenho, sector da alimentação

Figura 6- Diagrama de relação entre variáveis de tipologia do gestor e opção de estratégia e de estrutura financeira e desempenho, sector dos têxteis e confecções

Figura 7- Diagrama de relação entre variáveis de tipologia do gestor e opção de estratégia e de estrutura financeira e desempenho, sector da química e plásticos

Figura 8- Diagrama de relação entre variáveis de tipologia do gestor e opção de estratégia e de estrutura financeira e desempenho, sector da metalurgia e metalomecânica

Figura 9- Diagrama de relação de influência evidentes, entre variáveis de estrutura financeira e de desempenho, amostra global

Figura 10- Diagrama de relação de influência evidentes, entre variáveis de estrutura financeira e de desempenho, sector da alimentação

Figura 11- Diagrama de relação de influência evidentes, entre variáveis de estrutura financeira e de desempenho, sector dos têxteis e confecções

Figura 12- Diagrama de relação de influência evidentes, entre variáveis de estrutura financeira e de desempenho, sector da química e plásticos

Figura 13- Diagrama de relação de influência evidentes, entre variáveis de estrutura financeira e de desempenho, sector da metalurgia e metalomecânica

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Mapa perceptual (*component loadings*) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (actual), amostra global

Gráfico 2- Evolução da variável CA/CP

Gráfico 3- Evolução da variável CAE/CA

Gráfico 4- Evolução da variável PT/CA

Gráfico 5- Evolução da variável AI/ATT

Gráfico 6- Evolução da variável RCP

Gráfico 7- Evolução da variável RAT

Gráfico 8- Evolução da variável RVV

Gráfico 9- Evolução da variável MLL/ATT

Gráfico 10- Evolução da variável VV/ATT

Gráfico 11- Evolução da variável CA/CP, por sector e por ano

Gráfico 12- Evolução da variável CAE/CP, por sector e por ano

Gráfico 13- Evolução da variável PT/CA, por sector e por ano

Gráfico 14- Evolução da variável AI/ATT, por sector e por ano

Gráfico 15- Evolução da variável RCP, por sector e por ano

Gráfico 16- Evolução da variável RAT, por sector e por ano

Gráfico 17- Evolução da variável RVV, por sector e por ano

Gráfico 18- Evolução da variável MLL/ATT, por sector e por ano

Gráfico 19- Evolução da variável VV/ATT, por sector e por ano

Gráfico 20- Evolução da relação entre grau de escolaridade e AI/ATT, por ano

Gráfico 21- Evolução da relação entre novos canais e AI/ATT, por ano

Gráfico 22- Evolução da relação entre comunicação com clientes e VV/ATT, por ano

Gráfico 23- Evolução da relação entre linha de produtos e CA/CP, por ano

Gráfico 24- Evolução da relação entre desenvolvimento de novos produtos e CAE/CA, por ano

Gráfico 25- Evolução da relação entre mercados geográficos e RVV, por ano

Gráfico 26- Evolução da relação entre propensão ao risco e CA/CP, por ano

Gráfico 27- Evolução da relação entre propensão ao risco e CAE/CA, por ano

Gráfico 28- Evolução da relação entre propensão ao risco e PT/CA, por ano

Gráfico 29- Evolução da relação entre linha de produtos e CAE/CA, por ano

Gráfico 30- Evolução da relação entre linha de produtos e VV/ATT, por ano

Gráfico 31- Evolução da relação entre nível tecnológico e RCP, por ano

Gráfico 32- Evolução da relação entre nível tecnológico e RAT, por ano

Gráfico 33- Evolução da relação entre nível tecnológico e RVV, por ano

Gráfico 34- Evolução da relação entre nível tecnológico e MLL/ATT, por ano

Gráfico 35- Evolução da relação entre desenvolvimento de produtos existentes e CA/CP, por ano

Gráfico 36- Evolução da relação entre desenvolvimento de produtos existentes e RCP, por ano

Gráfico 37- Evolução da relação entre canais de distribuição e AI/ATT, por ano

Gráfico 38- Evolução da relação entre grau de escolaridade e CAE/CA, por ano

Gráfico 39- Evolução da relação entre grau de escolaridade e PT/CA, por ano

Gráfico 40- Evolução da relação entre comunicação com empregados e RAT, por ano

Gráfico 41- Evolução da relação entre comunicação com empregados e RCP, por ano

Gráfico 42- Evolução da relação entre comunicação com empregados e MLL/ATT7, por ano

Gráfico 43- Evolução da relação entre delegação de autoridade e PT/CA, por ano

Gráfico 44- Evolução da relação entre política de preços e RAT

Gráfico 45- Evolução da relação entre política de preços e RCP

Gráfico 46- Evolução da relação entre política de preços e RVV, por ano

- Gráfico 47- Evolução da relação entre política de preços e RCP, por ano
- Gráfico 48- Evolução da relação entre investigação e desenvolvimento e PT/CA, por ano
- Gráfico 49- Evolução da relação entre nível tecnológico e MLL/ATT, por ano
- Gráfico 50- Evolução da relação entre desenvolvimento de novos produtos e CA/CP, por ano
- Gráfico 51- Evolução da relação entre desenvolvimento de novos produtos e CAE/CA, por ano
- Gráfico 52- Evolução da relação entre desenvolvimento de novos produtos e PT/CA, por ano
- Gráfico 53- Evolução da relação entre desenvolvimento de novos produtos e AI/ATT, por ano
- Gráfico 54- Evolução da relação entre novos negócios e CAE/CA, por ano
- Gráfico 55- Evolução da relação entre novos negócios e PT/CA, por ano
- Gráfico 56- Evolução da relação entre novos negócios e RCP, por ano
- Gráfico 57- Evolução da relação entre novos negócios e VV/ATT, por ano
- Gráfico 58- Evolução da relação entre desenvolvimento de produtos existentes e PT/CA, por ano
- Gráfico 59- Evolução da relação entre intensidade de marketing e CAE/CA, por ano
- Gráfico 60- Evolução da relação entre intensidade de marketing e CA/CP, por ano
- Gráfico 61- Evolução da relação entre intensidade de marketing e VV/ATT, por ano
- Gráfico 62- Evolução da relação entre mercados geográficos e CAE/CA, por ano
- Gráfico 63- Evolução da relação entre canais de distribuição e CAE/CA, por ano
- Gráfico 64- Evolução da relação entre propensão ao risco e AI/ATT, por ano
- Gráfico 65- Evolução da relação entre nível tecnológico e CAE/CA, por ano
- Gráfico 66- Evolução da relação entre nível tecnológico e AI/ATT, por ano
- Gráfico 67- Evolução da relação entre desenvolvimento de produtos existentes e RAT, por ano
- Gráfico 68- Evolução da relação entre desenvolvimento de produtos existentes e RVV, por ano

Gráfico 69- Evolução da relação entre desenvolvimento de produtos existentes e MLL/ATT, por ano

Gráfico 70- Evolução da relação entre intensidade de marketing e CA/CP, por ano

Gráfico 71- Evolução da relação entre novos mercados geográficos e AI/ATT, por ano

Gráfico 72- Mapa perceptual (*component loadings*) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (actual), amostra global

Gráfico 73- Mapa perceptual (*component loadings*) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (oito anos atrás), amostra global

Gráfico 74- Mapa perceptual (*component loadings*) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (actual), sector dos têxteis e confecções

Gráfico 75- Mapa perceptual (*component loadings*) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (oito anos atrás), sector dos têxteis e confecções

Gráfico 76- Mapa perceptual (*component loadings*) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (actual), sector da química e plásticos

Gráfico 77- Mapa perceptual (*component loadings*) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (oito anos atrás), sector da química e plásticos

Gráfico 78- Mapa perceptual (*component loadings*) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (actual), sector da metalurgia e metalomecânica

Gráfico 79- Mapa perceptual (*component loadings*) referente à relação entre variáveis de tipologia do gestor e de opção de estratégia (oito anos atrás), sector da metalurgia e metalomecânica

## ÍNDICE DE VARIÁVEIS E DEFINIÇÕES

Idade- Número de anos de vida do gestor. Consideraram-se cinco escalões etários: até 35 anos, 36-45 anos, 46-55 anos, 56-65 anos e mais de 66 anos.

Antiguidade na função- Número de anos em que o gestor desempenha a actual função. Consideraram-se cinco escalões de antiguidade: até 1 ano, 1-3 anos, 3-7 anos, 7-10 anos e mais de 10 anos de antiguidade na função.

Formação e/ou especialização educacional- Compreende uma ou mais áreas do conhecimento que o gestor domina profissionalmente. Consideraram-se sete categorias de formação: contabilidade/finanças, marketing/vendas, produção/operações, gestão de recursos humanos, ciência/tecnologia/I&D, sistemas de informação/informática e outros.

Grau de escolaridade- Compreende o grau de escolaridade obtido em instituição reconhecida de ensino. Consideraram-se sete categorias de grau de escolaridade: ensino básico, 1.º ciclo liceal ou equivalente, 2.º ciclo liceal ou equivalente, bacharelato ou equivalente, licenciatura ou equivalente, mestrado ou pós-graduação e doutoramento.

Nível de comunicação com empregados- Refere-se à maior ou menor frequência com que por opção o gestor comunica com os empregados dedicando-lhes parte importante do tempo e energia em contactos pessoais, nas suas diferentes formas. Admitiram-se cinco níveis de comunicação com empregados, medidos recorrendo à escala de Likert, com escalões variando entre 1 (pouco) e 5 (muito).

Nível de comunicação com clientes- Refere-se à maior ou menor frequência com que por opção o gestor comunica com os clientes dedicando-lhes parte importante do tempo e energia em contactos pessoais, nas suas diferentes formas. Admitiram-se cinco níveis de comunicação com clientes, medidos recorrendo à escala de Likert, com escalões variando entre 1 (pouco) e 5 (muito).

Delegação de autoridade- Diz respeito à propensão do gestor para a maior ou menor centralização das decisões por parte do gestor. Admitiram-se cinco níveis de comunicação com clientes, medidos recorrendo à escala de Likert, com escalões variando entre 1 (nenhuma delegação) e 5 (muita delegação).

Propensão ao risco- Trata-se de característica de personalidade do gestor associada à tendência para assumir maior ou menor risco económico e risco financeiro, este associado ao endividamento. Admitiram-se cinco níveis para a propensão ao risco, medidos recorrendo à escala de Likert, com escalões variando entre 1 (manter nível de actividade) e 5 (apostar no forte crescimento).

Política de preço- Trata-se de opção em relação ao preço a praticar em consonância com o mercado, clientes e concorrentes ou em função da estrutura de custos da organização, que mais contribui para o volume de vendas dos produtos da empresa em relação aos produtos concorrentes. Admitiram-se cinco níveis para a política de preços, medidos recorrendo à escala de Likert, com escalões variando entre 1 (abaixo da concorrência) e 5 (acima da concorrência).

Investigação & desenvolvimento- Refere-se à opção da empresa em apostar na realização de



maior ou menor esforço em investigação & desenvolvimento de novos produtos e processos, tendo em conta o potencial e necessidades da empresa face aos principais concorrentes.

Admitiram-se cinco níveis para a investigação & desenvolvimento, medidos recorrendo à escala de Likert, com escalões variando entre 1 (muito baixo) e 5 (muito alto).

Tecnologia ou automatização- Compreende o nível de evolução da tecnologia utilizada e o grau de automatização, com efeitos no custo e qualidade de fabrico dos produtos e nas vantagens competitivas da empresa, com vista a assegurar elevado desempenho. Admitiram-se cinco níveis para a tecnologia de produção, medidos recorrendo à escala de Likert, com escalões variando entre 1 (baixo nível tecnológico) e 5 (alto nível tecnológico).

Produtos ou linha de produtos- Compreende produtos ou linha de produtos que constituem a carteira de produtos da empresa com efeito na maior ou menor diversificação ao nível do processo de fabrico e tipo de produtos. Admitiram-se cinco níveis para os produtos ou linha de produtos, medidos recorrendo à escala de Likert, com escalões variando entre 1 (poucos produtos ou linhas) e 5 (muitos produtos ou linhas).

Novos produtos ou serviços- Compreende produtos ou serviços que a empresa integra na carteira de produtos existente, tendo em atenção estratégias de substituição ou de inovação. Admitiram-se cinco níveis de novos produtos ou serviços, medidos recorrendo à escala de Likert, com escalões variando entre 1 (poucos) e 5 (muitos).

Novos negócios- compreende os negócios desenvolvidos para além da actividade principal, no quadro de uma política de diversificação. Admitiram-se cinco níveis de novos negócios, medidos recorrendo à escala de Likert, com escalões variando entre 1 (poucos) e 5 (muitos).

Desenvolvimento de produtos existentes- Compreende a modificação, maior ou menor, dos produtos existentes na empresa. Admitiram-se cinco níveis de desenvolvimento de produtos existentes, medidos recorrendo à escala de Likert, com escalões variando entre 1 (poucos) e 5 (muitos).

Intensidade de marketing- Diz respeito às despesas realizadas com o marketing, nomeadamente de promoção, publicidade e outras. Admitiram-se cinco níveis de despesas de marketing, medidos recorrendo à escala de Likert, com escalões variando entre 1 (pouco) e 5 (muito).

Expansão para novos mercados geográficos- Compreende o esforço da empresa alargar o seu campo de influência de actividade para novos mercados geográficos. Admitiram-se cinco níveis de expansão para novos mercados geográficos, medidos recorrendo à escala de Likert, com escalões variando entre 1 (pouco forte) e 5 (muito forte).

Canais de distribuição- Compreende a escolha dos intermediários que passam a integrar o processo de escoamento dos produtos da empresa até ao consumidor ou cliente final. Admitiram-se cinco níveis quanto à intensidade de utilização dos canais de distribuição, medidos recorrendo à escala de Likert, com escalões variando entre 1 (pouco intensa) e 5 (muito intensa).

Relação capital alheio e capital próprio (CA/CP)- Refere-se à estrutura de capital. O capital alheio (CA) integra o capital alheio estável (CAE), correspondente aos empréstimos a médio e longo prazos, qualquer que seja o seu tipo ou outras operações com carácter estável para a

empresa, o passivo circulante (PC), compreendendo os créditos obtidos de terceiros relacionados com a actividade e outros, e o passivo de tesouraria (PT), compreendendo os empréstimos de curto prazo obtidos para apoio à actividade. O capital próprio (CP) integra as diferentes rubricas do capital social representativo do capital pertencente aos sócios ou accionistas, resultados transitados e resultados líquidos e os diferentes tipos de reservas.

Relação capital alheio estável e capital alheio (CAE/CA)- Identifica-se com estrutura de endividamento, no que respeita ao peso do endividamento a médio e longo prazos.

Relação passivo de tesouraria e capital alheio (PT/CA)- Identifica-se com estrutura de endividamento, no que respeita ao peso do passivo de tesouraria, na perspectiva, portanto, do curto prazo.

Relação activo immobilizado líquido e activo total líquido (AI/ATT)- Identifica-se com a estrutura de investimento. O activo immobilizado líquido (AI) integra o immobilizado corpóreo líquido, o immobilizado incorpóreo líquido e o investimento financeiro. O activo total líquido (ATT) compreende o activo immobilizado líquido (AI) e o activo circulante (AC), constituído pelas existências, caso das matérias primas, produtos em via de fabrico e produtos acabados, pelos créditos concedidos a clientes e outras entidades relacionados com a actividade e outros e pelo activo de tesouraria (AT), compreendendo as disponibilidades existentes em caixa e bancos e as aplicações financeiras de curto prazo.

Rendibilidade do capital próprio (RCP)- Compreende a relação entre resultados líquidos (RL) e o capital próprio (CP), ou seja,  $RCP = RL/CP$ .

Rendibilidade do activo total (RAT)- Compreende a relação entre o resultado antes de juros

e impostos (RAJI) e o activo total (ATT), ou seja,  $RAT = RAJI/ATT$ .

Rendibilidade das vendas (RVV)- Compreende a relação entre resultados líquidos (RL) e o volume de vendas líquido (VV), ou seja,  $RVV = RL/VV$ .

Relação meios libertos líquidos e activo total (MLL/ATT)- Identificado como índice de crescimento. Os meios libertos líquidos (MLL) compreendem os resultados líquidos (RL), as amortizações do exercício (A) e as provisões do exercício (P).

Relação volume de vendas e activo total (VV/ATT)- Identifica-se com rotação do activo.

## ÍNDICE DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AI- Activo Imobilizado

ATT- Activo Total

CA- Capital Alheio

CAE- Capital Alheio Estável

C.A.E.- Classificação das Actividades Económicas

CEO- *Chief Executive Officer*

CP- Capital Próprio

CPM- Capitais Permanentes

CS- Capital Social

FM- Fundo de Maneio

IAPMEI- Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento

IC- Investimento Corpóreo

MLL- Meios Libertos Líquidos

PIMS- *Profit Impact of Market Strategy*

PME- Pequena e Média Empresa

PT- Passivo de Tesouraria

RAI- Resultados Antes Impostos

RAJI- Resultados Antes Juros e Impostos

RAT- Rendibilidade do Activo Total

RCP- Rendibilidade do Capital Próprio

REP- Rendibilidade da Exploração

ROA- *Return on Assets*

ROI- *Return on Investment*

ROS- *Return on Sales*

RVV- Rendibilidade das Vendas

SPSS- *Statistical Project for Social Science*

VAB- Valor Acrescentado Líquido

VV- Volume de Vendas

## BIBLIOGRAFIA

- AAKER, D., KUMAR, V. & DAY, G. (1998), Marketing Research, John Wiley & Sons, Inc.
- AAKER, D. A. & JACOBSON, R. (1987), The Role of Risk in Explaining Differences in Profitability, Academy of Management Journal, vol. 30, n.º 2, pp. 227-296.
- AHORONI, Y. & STICHT, J. (1990), In Search for the Unique: Can Firm-specific Advantages be Evaluated ?, working paper, Leon Recanati Graduate School of Business Administration, Tel Aviv University, Tel Aviv.
- ALCHIAN, A. (1984), Specificity, Specialization, and Coalitions, Journal of Economic Theory and Institutions, n.º 140, pp. 34-59.
- ALLEN, D. (1993), The pecking order hypothesis: Australian Evidence, Applied Finance Economics, n.º 3, pp. 101-112.
- ALLEN, M. (1995), Capital Structure Determinantes in Real Estate Limited Partnerships, The Financial Review, vol. 30, n.º 3, August, pp. 399-426.
- ALTMAN, E. (1968), Financial Ratios, Discriminant Analysis and Prediction of Corporate Bankruptcy, Journal of Finance, vol. 23, pp. 589-610.
- ALTMAN, E. (1993), Corporate Financial Distress and Bankruptcy, John Wiley & Sons.
- ALLISON, G. (1971), Essence of Decision: Explaining the Cuban Missile Crisis, Little, Brown, Boston.
- AMIHUD, Y. & B. LEV (1981), Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, Bell Journal of Economics, vol. 12, pp. 605-616.
- ANDREWS, K. (1971), The Concept of Corporate Strategy, Irwin, Homewood.
- ANDERSON, E. (1985), The Salesperson as Outside Agent of Employee: A Transaction Cost Analysis, Marketing Science, vol. 4, pp. 234-254.
- ANDREWS, K. (1980), The Concept of Corporate Strategy, R. Irwin, New, York.
- ANSOFF, I. (1965), Corporate Strategy, Harmondsworth, Penguin.
- ANSOFF, I. (1987), The Emerging Paradigma of Strategic Behavior, Strategic Management Journal, vol. 8, pp. 501-515.

ANSOFF, I. (1991), Towards an Economic Model of the Japanese Firm, Journal of Economic Literature, n.º 24, pp. 1-27.

ARAÚJO, L. & EASTON, G. (1996), Strategy: Where is the Pattern?, Organization, vol. 3, n.º 3, Sage Publications, pp.361-383.

ARROW, K. J. (1974), The Limits of Organization, Norton, New York.

ATKINSON, J. W. (1958), Motives in Fantasy, Action and Society, Van Nostrand, Princeton, New York.

BAKER, G. P. JENSEN, M. C. & MURPHI, K. J. (1988), Compensation and Incentives: Practice vs. Theory, Journal of Finance, vol. 43, pp. 593-615.

BALAKRISHNAN, S. & FOX, I. (1993), Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure, Strategic Management Journal, vol. 14, pp.3-16.

BANTEL, K. A. & JACKSON, S. E. (1989), Top Management and Innovations in Banking: Does the Composition of the Top Team Make a Difference?, Strategic Management Journal, n.º 10, Special Issue, pp. 107-124.

BARKEMA, H., BELL, J. & PENNING, J. (1996), Foreign Entry, Cultural Barriers, and Learning, Strategic Management Journal, vol. 17, n.º 2, pp. 151-166.

BARNARD, C. (1938), The Functions of the Executive, Cambridge, Harvard University Press.

BARNEY, J. (1986), Strategic Factor Markets: Expectation, Luck and Business Strategy, Management Science, vol. 42, n.º 5, pp.1231-1241.

BARNEY, J. (1988), Types of Competition and the Theory of Strategy: Toward an Integrative Framework, Academy of Management Review, vol. 11, n.º 4, pp. 791-800.

BARROS, P. & BRANDÃO, A. (1999), Growth of Firms in Portuguese Manufacturing: A Two-Regimes Approach, in Supporting the Development of SMEs: Best Practices & Innovations in Financing. Proceedings, 29<sup>th</sup> European Small Business Seminar, Cascais, Portugal, pp. 191-199.

BARTH, H. (1999), Strategy, Structure and Technology as Influential Factors on Performance in SME'S, in Supporting the Development of SMEs: Best Practices & Innovations in Financing. Proceedings, 29<sup>th</sup> European Small Business Seminar, Cascais, Portugal, pp.39-53.

BARTON, S. & GORDON, P. (1987), Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure?, Academy of Management Review, vol. 12, n.º1, pp.67-75.

BARTON, S. & GORDON, P. (1988), Corporate Strategy and Capital Structure, Strategic Management Journal, vol. 9, pp.623-632.

BARZEL, Y. (1989), Economic Analysis of Property Rights, Cambridge University Press, Cambridge.

BASS, M. (1985), Leadership and Performance Beyond Expectations, Free Press, New York.

BASS, B. & AVOLIO, B. (1993), Transformational Leadership: A Response to Critiques, in M. Chemers & R. Ayman (eds), Leadership Theory and Research: Perspectives and Directions, Academic Press, New York, pp. 49-80.

BAYSINGER, B. D. & HOSKISSON, R. E. (1989), Diversification Strategy and R&D Intensity in Multiproduct Firms, Academy of Management Journal, vol. 32, pp. 310-332.

BASKIN, J. B. (1989), An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis, Financial Management, n.º 18, pp. 26-35.

BAXTER, N. (1967), Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital, Journal of Finance, vol. XXII, pp.395-403.

BECKER, G. (1964), Human Capital, National Bureau of Economic Research, New York.

BENTES, S., CORTÊS, S., ESPERANÇA, J. & SIMÕES, V. (1999), (Re)Birth of the Portuguese Venture Capital Industry, in Supporting the Development of SMEs: Best Practices & Innovations in Financing. Proceedings, 29<sup>th</sup> European Small Business Seminar, Cascais, Portugal, pp. 224-239.

BERGER, P., OFEK, E. & YERMACK, D. (1997), Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions, The Journal of Finance, vol. LII, n.º 4, pp. 1411-1438

BERGLOF, E. (1989), Capital Structure as a Mechanism of Control: a Comparison of Financial Systems, in Masahiko Aoki, Bo Gustafsson, and Oliver Williamson, eds, The Firm as a Nexus of Treaties, London: Sage Publications, pp. 237-262.

BERKOVITCH, E. & KIM, H. (1990), Financial Contracting and Leverage Induced Over and Under Investment Incentives, Journal of Finance, vol. 45. Pp. 765-794.

BERLE, A. A. & MEANS, G. C. (1932), The Modern Corporation and Private Property, Macmillan, New York.

BETHEL, J. & LIEBESKIND, J. (1993), The Effects of Ownership Structure on Corporate Restructuring, Strategic Management Journal, vol. 14, pp. 15-31.



BOEKER, W. (1997), Strategic Change: The Influence of Managerial Characteristics and Organizational Growth, Academy of Management Journal, vol. 40, n.º 1, pp.152-170.

BOURGEOIS, L. & BRODWIN, D. (1984), Strategic Implementation: Five Approaches to na Elusive Phenomenon, Strategic Management Journal, vol. 5, pp. 241-264.

BOWMAN, E. (1982), Risk Seeking by Troubled Firms, Sloan Management Review, vol. 23, pp. 33-42.

BRADLEY, M., JARRELL, G. & KIM, H. (1984), On the Existence of na Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, Journal of Finance, vol. 39, pp. 857-878.

BRANDÃO, E. (1998), Estrutura de Capitais das Empresas, in Revista de Contabilidade e Comércio, vol. 55, n.º 217, pp. 33-54.

BRANDER, J. & LEWIS, T. (1986), Oligopoly and Financial Struture: The Limited Liability Effect, American Economic Review, vol. 76, n.º 5, pp. 956- 970.

BREALEY, R. & MYERS, S. (1991), Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, New York.

BREALEY, R. & STEWART, M. (1992), Princípios de Finanças Empresariais, 3ª ed., McGraw-Hill de Portugal.

BROWN, S. & EISENHARDT, K. (1997), The Art of Continuous Change: Linking Complexity Theory and Time-Paced Evolution in Relentlessly Shifting Organizations, Administrative Science Quartely, vol. 42, n.º 1, pp. 1-34.

BRUSH, T., BROMILEY, P. & HENDRICKX, M. (1999), The Relative Influence of Industry and Corporation on Business Segment Performance: An Alternative Estimate, Strategic Management Journal, vol. 20, n.º 6, pp. 519-547.

BRYMAN, A. (1992), Charisma and Leadership in Organizations, Sage, London.

BURKE, I. (1999), Measuring Financial Performance Benchmarking Best Practice: Issues and Problems, in Supporting the Development of SMEs: Best Practices & Innovations in Financing. Proceedings, 29<sup>th</sup> European Small Business Seminar, Cascais, Portugal, pp. 298-307.

BURNS, J. (1978), Leadership, Harper & Row, New York.

BURNS, T. & STALKER, E. (1961), The Management of Innovation, Tavistock, London.

BUZZELL, R. & GALE, B. (1987), The PIMS Principles ( Profit Impact of Market Strategy), The Free Press, London.

BUZZEL, R. D., GALE, B. & SULTAN, R. (1975), Market Share: A Key to Profitability, Harvard Business Review, vol. 51, n.° 1, pp. 97-106.

CARLETON, W. (1978), An Agenda for More Effective Research in Corporate Finance, Financial Management, vol. 7, n.° 4, pp. 7-9.

CARLETON, W. & SILBERMAN, I. (1977), Joint Determination of Rate of Return and Capital Structure: An Econometric Analysis, Journal of Finance, vol. 32, pp. 811-821.

CARLSON, G. & KARLSSON, K. (1990), Succession and Performance Among School Superintendents, American Sociological Review, vol. 35, pp. 710-718.

CASTANIAS, R. (1983), Bankruptcy Risk and Optimal Capital Struture, The Journal of Finance, vol. XXXVIII, n.° 5, pp. 1617-1635

CASTANIAS, R. & HELFAT, C. (1991), Managerial Resources and Rents, Journal of Management, vol. 17, pp. 155-172.

CAVES, R. & PORTER, M. (1977), From Entry Barriers to Mobility Barriers: Conjectural Decisions and Contrived Deterrence to New Competition, Quartely Journal of Economics, vol. 91, pp. 241-261.

CAVES, R. E. (1982), Multinational Enterprise and Economic Analysis, Cambridge University Press, Cambridge.

CHAKRAVARTY, B. (1986), Measuring Strategic Performance, Strategic Management Journal, vol. 6, pp. 437-485.

CHAGANTI, R. & DAMANPOUR, F. (1991), Institutional Ownership, Capital Struture, and Firm Performance, Strategic Management Journal, vol. 12, pp. 479-491.

CHAGANTI, R. & SAMBHARYA, R. (1987), Strategic Orientation and Characteristics of Upper Management, Strategic Management Journal, n. 8, pp. 393-401.

CHAN, K. & CHEN, Nai-Fu (1991), Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms, The Journal of Finance, vol. XLVI, n.° 4, pp. 1467-1484.

CHANDLER, A. (1962), Strategy and Structure: Chapter in the History of the Industrial Enterprise, Cambridge, MIT Press.

CHANDLER, A. (1966), Strategy and Struture, Garden City, Doubleday.

CHANDLER, A. (1990), Scale and Scope. The Dynamics of Industrial Capitalism, Harvard University Press, Cambridge.

CHANDLER, A. (1992), What is a firm? A historical perspective, European Economic Review, n.° 36, pp. 483-494.

CHAFFEE, E. (1985), Three Models of Strategy, Academy of Management Review, vol. 10, pp. 89-98.

CHANG, S. (1992), A Knowledge-Based Perspective on Corporate Growth: Entry, Exit and Economic Perspective During 1981-1989, unpublished PH.D. dissertation, University of Pennsylvania, Philadelphia.

CHATTERJEE, S. (1990), Excess Resources, Utilization Costs, and Mode of Entry, Academy of Management, vol. 33, pp. 780-800.

CHATTERJEE, S. & WERNERFELT, B. (1991), The Link Between Resources and Type of Diversification: Theory and Evidence, Strategic Management Journal, vol. 12, n.° 1, pp. 33-48.

CHILD, J. (1974), Managerial and Organizational Factors Associated with Company Performance- Part I, Journal of Management Studies, vol. 11, n.° 3, pp. 175-189.

CHRISTENSEN, H. & MONTGOMERY, C. (1981), Corporate Economic Performance: Diversification Strategy versus Market Structure, Strategic Management Journal, vol. 2, n.° 3, pp. 327-343.

COASE, R. (1937), The Nature of the Firm, in The Nature of the Firm, edited by Oliver Williamson & Sidney Winter, Oxford University Press, New York, pp.18-33.

COASE, R. (1960), The Problem of Social Cost, Journal of Law and Economics.

COASE, R. (1992), The Institutional Struture of Production, American Economic Review, n.° 82, pp. 713-719.

COHEN, M., MARCH, J. & OLSEN, J. (1976), People, Problems, Solutions and the Ambiguity of Relevance, in J. March and J. Olsen (eds) Ambibuity and Choice in Organizations, Universitetsforlaget, Bergen.

COLLIS, D. J. (1991), A Resource-Based Analysis of Global Competition: The Case of the Bearings Industry, Strategic Management Journal, vol. 12, pp. 49-68.

COMBS, J. & KETCHEN, D. (1999), Explaining Interfirm Cooperation and Performance: Toward a Reconciliation of Predictions From the Rsource-based View and Organizational Economics, Strategic Management Journal, vol. 20, n.° 9, pp. 867-888.

CONGER, J. & KANUNGO, R. (1998), Charismatic Leadership in Organizations, Sage Publications Inc.

CONLON, E. & PARKS, J. (1988), The Effects of Monitoring and Tradition on Compensation Arrangements: An Experiment on Principal/Agent Dyads, in F. Hoy (eds), Best Papers Proceedings, Academy of Management, pp. 191-195.

CONNER, K. (1991), A Historical Comparison of Resource-Based Theory and Five Schools of thought within Industrial Organization Economics: Do we have a New Theory of the Firm?, Journal of Management, vol. 17, n.° 1, pp. 121-153.

CONNER, K. & PRAHALAD, C. (1996), A Resource-based Theory of the Firm: Knowledge versus Opportunism, Organization Science, vol. 7, n.° 5, pp. 477-501.

COOL, K. & SCHENDEL, D. (1987), Strategic Group Formation and Performance: The Case of the U.S. Pharmaceutical Industry, 1963-1982, Management Science, vol. 33, pp. 1102-1124.

COPELAND, T. & WESTON, J. (1988), Financial Theory and Corporate Policy, Addison-Wesley.

CYERT, R. M. & MARCH, J. G. (1963), A Behavioral Theory of the Firm, Englewood Cliffs, Prentice Hall.

DASGUPTA & SENGUPTA (1993), Sunk Investment, Bargaining and Choice of Capital Structure, International Economic Review, vol. 34, n.° 1, pp. 203-220.

DATTA, D., Rajagopalan, N. & Rasheed, A. (1991), Diversification and Performance: A Critical Review, Journal of Management Studies, vol. 28, n.° 5, pp. 529-557.

D'AVENI, R. (1990), Top Managerial Prestige and Organizational Bankruptcy, Organization Science, n.° 1, pp. 121-142.

D'AVENI, R. (1994), Hypercompetition: Managing the Dynamic of Strategic Maneuvering, Free Press, New York.

De ANGELO, H. & De ANGELO, L. (1985), Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Classes of Common Stock, Journal of Financial Economics, vol. 14, pp. 33-69.

DELIOS, A. & BEAMISH, P. (1999), Geographic Scope, Product Diversification, and the Corporate Performance of Japanese Firms, Strategic Management Journal, vol. 20, n.° 8, pp. 711-727.

DEMSKI, J. (1980), A Simple Case of Indeterminate Financial Reporting, working paper, Stanford University.

DEMSETZ, H. (1973), Industry Structure, Markets Rivalry, and Public Policy, Journal of Law and Economics, vol. 16, pp. 1-9.

DESS, G., GUPTA, A., HENNART, J.-F. & HILL, C. (1995), Conducting and integrating strategy research at the international, corporate, and business levels: Issues and directions, Journal of Management, vol. 21, n.º 3, pp. 357-393.

DESS, G., IRELAND, R. & HITT, M. (1990), Industry effects and Strategic Management Research, Journal of Management, vol. 15, pp. 5-25.

DIMAGIO, P. & POWELL, W. (1983), The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields, American Sociological Review, n.º 48, pp. 147-180.

DIMAGIO, P. & POWELL, W. (1991), Introduction, in W. Powell & P. DiMaggio (eds), The New Institutionalism in Organizational Analysis, University of Chicago Press, Chicago, pp. 1-38.

DONALDSON, G. (1961), Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Capacity, Harvard University, Boston.

DONALDSON, G. (1984), Managing Corporate Wealth, Praeger, New York.

DOSI, G., TEECE, D. J. & WINTER, S. (1990), Towards a Theory of Corporate Governance: Preliminary Remarks, Unpublished paper, Center for Research in Management, University of California, Berkeley.

ECCLES, R. (1985), The Transfer Pricing Problem: A Theory for Practice, Lexington Books.

EISENHARDT, K. (1985), Control: Organizational and Economic Approaches, Management Science, n.º 31, pp. 134-149.

EISENHARDT, K. (1988), Agency and Institutional Explanations of Compensation in Retail Scales, Academy of Management Journal, n.º 31, pp. 488-511.

EISENHARDT, K. (1989), Agency Theory: An Assessment and Review, Academy of Management Review, vol. 14, n.º 1, pp. 57-74.

EISENHARDT, K. (1999), Strategy as Strategic Decision Making, Sloan Management Review, vol. 40, n.º 3, pp. 65-72.

EL-NAMAKI (1990), Small Business- The Myths and the Reality, Long Range Planning, vol. 23, n.º 4, pp. 78-87.

EMERY, F. E. & TRIST, E. L. (1965), The Causal Texture of Organizational Environments, Human Relations, n.º 18, pp. 21-32.

ERICKSON, T. (1993), R&D Managing the Link to Corporate Strategy, Management Review, December.

ESPERANÇA, J. & GAMA, A. (1999), Determinants of the Capital Structure in Portuguese Industrial SMEs, in Supporting the Development of SMEs: Best Practices & Innovations in Financing. Proceedings, 29<sup>th</sup> European Small Business Seminar, Cascais, Portugal, pp. 328-340.

FAMA, E. (1976), Foundation of Finance, Basic Books.

FAMA, E. (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, Journal of Political Economy, n.º 88, pp. 288-307.

FAMA, E. & JENSEN, M. (1983), Separation of Ownership and Control, Journal of Law and Economics, n.º 26, pp. 301-325.

FELÍCIO, J. (1988), Overtrading como Estratégia de Desenvolvimento, Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa.

FERNANDES FERREIRA, R. (1985), Lições de Gestão Financeira, vol. I, Livraria Arnado, Coimbra.

FERNANDES FERREIRA, R. (1998), O Enquadramento Fiscal da Sub-capitalização das Empresas, XIX Jornadas Latino-Americanas de Direito Tributário.

FERRI, M. & JONES, W. (1979), Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach, Journal of Finance, vol. 34, pp. 631-644.

FERRI, M. & WESLEY, J. (1979), Determinants of Financial Structure: a New Methodological Approach, The Journal of Finance, vol. XXXIV, n.º 3, pp. 631-644.

FINKELSTEIN, S. (1988), Managerial Orientations and Organizational Outcomes: The Moderating Roles of Managerial Discretion and Power, Ph.D. dissertation, Columbia University.

FINKELSTEIN, S. & HAMBRICK, D. (1996), Strategic Leadership: Top Executives and Their Effect on Organizations, St. Paul: West.

FINKELSTEIN, S. & HAMBRICK, D. (1990), Top-Management-Team Tenure and Organizationl Outcomes: The Moderating Role of Managerial Discretion, Administrative Science Quarterly, vol. 35, pp.484-503.

FISCHER, E., HEINKEL, R. & ZECHNER, J. (1989), Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests, The Journal of Finance, vol. XLIV, n.º 1, pp.19-40.

FRANCIS, B. & LEACHMAN, L. (1994), A time-series approach to exploring aggregate optimal capital structure: cointegration analysis, Applied Financial Economics, vol. 4, pp. 41-54.

FRANKE, G. (1987), Costless Signaling in Financial Markets, Journal of Finance, vol. 42, pp. 809-822.

FRASMAN, M. (1994), Information, Knowledge, Vision and Theories of the Firm, Oxford University Press, pp. 713-757.

FRUHAN, W. E. (1979), Financial Strategy, Homewood, Irwin.

GALBRAITH, J. (1973), Designing Complex Organizations, Reading, Addison-Wesley.

GEROSKI, P., MACHIN, S. & WALTERS, C. (1997), Corporate Growth and Profitability, The Journal of Industrial Economics, vol. XLV, n.º 2, pp. 171-189.

GHOSHAL, S. & MORAN, P. (1996), Bad for Practice: A Critique of the Transaction Cost Theory, Academy of Management Review, vol. 21, pp. 13-47.

GHOSHAL, S., BARTLETT, C. & MORAN, P. (1999), A New Manifesto for Management, Sloan Management Review, vol. 40, n.º 3, pp. 9-20.

GILSON, S. (1997), Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms, The Journal of Finance, vol. 52, n.º 1, pp. 161-196.

GINSBERG, A. (1988), Measuring and Modeling Changes in Strategy: Theoretical Foundations and Empirical Directions, Strategic Management Journal, n.º 9, pp. 559-575.

GLAZER, J. (1989), Live and Let Live: Collusion Among Oligopolists with Long-term Debt, Working paper, Boston University.

GLAZER, J. & ISRAEL, R. (1990), Managerial Incentives and Financial Signaling in Product Market Competition, International Journal of Industrial Economics, vol. 8, pp. 271-280.

GONÇALVES da SILVA (1960-61), Teoria da Contabilidade, lições policopiadas.

GONÇALVES, V. (1988), Un Enfoque de Metapanificación al Sistema de Planificación Empresarial. Contribución para una Teoría Prescritiva y Contingencial, Tesis Doctoral, Universidade de Sevilla.

GONÇALVES, V., PALMA dos REIS, A. & DUQUE, J. (1999), Portuguese Financial Corporations Information Technology Adoption Patterns, Interfaces, vol. 29, n.º 4, pp. 44-57.

GOODMAN, R. S. (1988), The Determinants of Banks, success and Failure in a Changing Regulatory Environment: Substantive, Methodological, and Statistical Implications, for Corporate Strategy, University of Minnesota.

GORDON, L. V. (1975), The Measurement of Interpersonal Values, Science Research Associates, Chicago.

GOUGH, H. (1960), California Psychological Inventory, Consulting Psychologists Press, Palo Alto, California.

GRANDORI, A. (1984), A Prescriptive Contingency View of Organizational Decision Making, Administrative Science Quarterly, vol. 29, pp. 192-209.

GRANOVETTER, M. (1985), Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness, American Journal of Sociology, vol. 91, n.º 3, pp. 481-510.

GRINYER, P. & YASAI-ARDEKANI, M. (1981), Strategy, Structure, Size and Bureaucracy, Academy of Management Journal, vol. 24, n.º 3, pp. 471-486.

GROSSMAN, S. J. & HART, O. D. (1986), Corporate Financial Structure and Managerial Incentives, in J. J. McCall (ed.), The Economics of Information, The University of Chicago Press, pp. 107-140.

GRUNDY (1993), Putting Value on a Strategy, Long Range Planning, vol. 26, n.º 3, pp. 87-94.

GUPTA, A. K. (1988), Contingency Perspectives on Strategic Leadership: Current Knowledge and Future Research Directions, in D.C. Hambrick (ed.), The Executive Effect: Concepts and Methods for Studying Top Managers, Greenwich, JAI Press, pp.141-178.

GUPTA, A. K. & GOVINDARAJAN, V. (1984), Business Unit Strategy, Managerial Characteristics, and Business Unit Effectiveness at Strategy Implementation, Academy of Management Journal, n.º 27, pp. 25-41.

HAIR, J., ANDERSON, R., TATHAN, R. & BLACK, W. (1998), Multivariate Data Analysis, 5<sup>th</sup> edition, Prentice-Hall International, Inc.

HAMBRICK, D. (1983), Some Tests of the Effectiveness and Functional Attributes of Miles and Snow's Strategic Types, Academy of Management Journal, vol. 26, n.º 1, pp. 5-26.

HAMBRICK, D. (1984), Taxonomic Approaches to Studying Strategy: Some Conceptual and Methodological Issues, Journal of Management, vol. 10, pp. 27-41.



HAMBRICK, D. (1989), Guest Editor's Introduction: Putting Top Managers Back in the Strategy Picture, Strategic Management Journal, vol. 10, pp. 5-15.

HAMBRICK, D., GELETKANYCZ, M. & FREDRICKSON, J. (1993), Top Executive Commitment to the Status Quo: Some Tests of its Determinants, Strategic Management Journal, vol. 14, pp. 401-418.

HAMBRICK, D. & MASON, P.A. (1984), Upper Echelons: The Organization as a Reflection of its Top Managers, Academy of Management Review, n.° 9, pp.193-206.

HAMBRICK, D. E. & SNOW, C. (1977), A Contextual Model of Strategic Decision Making in Organizations, Academy of Management Proceedings, pp. 109-112.

HAMEL, G. (1991), Competition for Competence and Interpartner Learning Within International Alliances, Strategic Management Journal, vol. 12, pp. 83-103.

HAMEL, G. & D'AVENI, R. (1997), The New Context and Conduct of Strategy, an all-academy symposium presented at the National Academy of Management meeting, Boston, pp. 8-13.

HAMEL, G. & PRAHALAD, C. (1985), Do you Really have a Global Strategy?, Harvard Business Review, July-August, pp. 139-149.

HAMEL, G. & PRAHALAD, C. (1989), Strategic Intent, Harvard Business Review, vol. 89, n.° 3, pp. 63-76.

HAMEL, G. & PRAHALAD, C. (1993), Strategy as Stretch and Leverage, Harvard Business Review, March-April, pp.75-84.

HAMEL, G. & PRAHALAD, C. (1994), Competing for the Future, Harvard Business School Press, Cambridge.

HAMILTON, G. & FEENSTRA, R. (1995), Varieties of Hierarchies and Markets: an Introduction, Industrial and Corporate Change, vol. 4, n.° 1, pp.51-91.

HANNAN, M. & FREEMAN, J. (1988), Organizational Ecology, Harvard University Press, Cambridge.

HANSEN, G. & WERNERFELT, B. (1989), Determinants of Firm Performance: The Relative Importance of Economic and Organizational Factors, Strategic Management Journal, vol. 10, pp. 359-411.

HARRIS, M. & RAVIV, A. (1978), Some Results on Incentive Contracts with Applications to Education and Employment, Health Insurance and Law Enforcement, American Economic Review, vol. 68, pp. 20-30.

HARRIS, M. & RAVIV, A. (1979), Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information, Journal of Economic Theory, n.° 20, pp. 231-259.

HARRIS, M. & RAVIV, A. (1990), Capital Structure and the Informational Role of Debt, The Journal of Finance, vol XLV, n.° 2, pp.321-349.

HARRIS, M. & RAVIV, A. (1991), The Theory of Capital Structure, The Journal of Finance, vol. XLVI, n.°1, pp. 297-355.

HART, O. (1989), An Economist's Perspective on the Theory of the Firm, Columbia Law Review, n.° 89, pp. 1757-1774.

HART, S. (1992), An Integrative Framework for Strategy-making Process, Academy of Management Review, vol. 17, pp. 327-351.

HART, O. (1996), Theories of Optimal Capital Structure: A Managerial Discretion Perspective, in Economic in a Changing World, edited by B. Allen, International Economic Association, Macmillan Press, London, pp. 204-235.

HART, S. (1995), A Natural- Resource- Based view of the Firm, Academy of Management Review, vol. 20, n.° 4, pp. 986-1014.

HART, O. & BANBURY (1994), How Strategy-Making Process Can Make a Difference, Strategic Management Journal, vol. 15, pp. 251-269.

HART, O. & HOLMSTROM, B. (1987), The Theory of Contracts, in Truman E. Bewley, Advances in Economic Theory, Fifth World Congress, Cambridge University Press, New York.

HART, P. & MELLONS, J. (1970), Management Youth and Company Growth: A Correlation?, Management Decision, vol. 4, pp. 50-53.

HART, O. & MOORE, J. (1990), A Theory of Corporate Financial Structure Based on the Seniority of Claims, Working paper, MIT.

HEINKEL, R. (1982), A Theory of Capital Structure Relevance Under Imperfect Information, Journal of Finance, vol. 37, pp. 1141-1150.

HELFAT, C. E. (1994), Firm- specificity in Corporate Applied R&D, Organization Science, n.° 5, pp. 173-184.

HENNART, J-F. (1993), Explaining the Swollen Middle: Why Most Transactions are a Mix of 'Market' and 'Hierarchy', Organization Science, n.° 4, pp. 529-547.

HILL, C. (1988), Internal Capital Market Controls and Financial Performance in Multidivisional Firms, Journal of Industrial Economics, vol. 37, pp. 67-83.

- HITT, M., HOSKISSON, R. & KIM, H. (1997), International diversification: Effects on innovation and firm performance in product-diversified firms, Academy of Management Journal, vol. 40, n.º 4, pp. 767-798.
- HITT, M. & TYLER, B. (1991), Strategic Decision Models: Integrating Different Perspectives, Strategic Management Journal, vol. 12, pp. 327-351.
- HOFER, C. & SCHENDEL, D. (1978), Strategy Formulation: Analytical Concepts, West, St. Paul, Minnesota.
- HOLMSTROM, B. & TIROLE, J. (1989), The Theory of the Firm, in R. Schmalensee & R. Willig (eds.), Handbook of Industrial Organization, North Holland, New York, pp. 61-133.
- HOMAI FAR, G., ZIETZ, J. & BENKATO, O. (1994), An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence, Journal of Business Finance & Accounting, vol. 21, n.º 1, pp. 1-14.
- HOSKISSON, & HITT, (1994), Downsizing: How to Take the Diversified Firm, Oxford University Press, New York.
- HOUSE, R. (1995), Leadership in the Twenty-first Century: A Speculative Inquiry, in A. Howard (ed), The Changing Nature of Work, Jossey-Bass, San Francisco, pp. 411-450.
- HOUSE, R., SPANGLER, W. & WOYCKE, J. (1991), Personality and Charisma in the U.S. Presidency: A Psychological Theory of Leader Effectiveness, Administrative Science Quarterly, 36, pp.364-396.
- HOWELL, R. & FRAZIER, G. (1983), Business Definition and Performance, Journal of Marketing, vol. 47, pp. 59-67.
- HUFF, A. S. (1982), Industry Influence on Strategy Reformulation, Strategic Management Journal, n.º 3, pp. 119-131.
- HUNDAL, P. S. (1971), A Study of Entrepreneurial Motivation, Journal of Applied Psychology, n.º 55, pp. 317-323.
- HUTCHINSON, C. (1992), Corporate Strategy and the Environment, Long Range Planning, vol. 25, n.º 4, pp. 9-21.
- INGHAM, H. & THOMPSON, S. (1994), Wholly-owned versus Collaborative Ventures for Diversifying Financial Services, Strategic Management Journal, vol. 15, n.º 5, pp. 325-334.

- ISRAEL, R. (1991), Capital Structure and the Market for Corporate Control: The Defensive Role of Debt Financing, The Journal of Finance, vol. 46, n.° 4, pp. 1391-1409.
- JACOBSON, R. (1992), The «Austrian» School of Strategy, Academy of Management Review, vol. 17, n.° 4, pp. 782-807.
- JAMES, L. (1958), Varieties of Religious Experiences, Mentor, New York.
- JAMES, C. (1996), In Search of Firm Effects: The Managerial and Behavioral Implications of Competitive Advantage, working paper, Anderson School of Management, University of California, Los Angeles.
- JARRETT, J. (1991), Business Forecasting Methods, 2<sup>nd</sup> ed., Basil Blackwell, Oxford;
- Jennifer Mason (1996), Qualitative Researching, Sage Publications, London.
- JENSEN, M. (1986), Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review Papers and Proceedings, n.° 76, pp. 323-329.
- JENSEN, M. (1989), The Eclipse of the Public Corporation, Harvard Business Review, vol. 67, n.° 5, pp. 61-74.
- JENSEN, M. & MECKLING, W. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, n.° 3, pp.305-360.
- JENSEN, M. & RUBACK, R. (1983), The Market for Corporate Control: Empirical Evidence, Journal of Financial Economics, n.° 11, pp. 5-50.
- JOHN, K. (1987), Risk- Shifting Incentives and Signalling Through Corporate Capital Structure, Journal of Finance, vol. 42, pp. 623-641.
- JOHN, K. & NACHMAN, D. (1985), Risky Debt, Investment Incentives, and Reputation in a Sequential Equilibrium, Journal of Finance, vol. 40, pp. 863-880.
- JOHNSON, G. & SCHOLES, K. (1999), Exploring Corporate Strategy, 5th edition, Prentice Hall Europe.
- JOHNSON, R. & WICHERN, D. (1998), Applied Multivariate Statistical Analysis, Prentice Hall, New Jersey.
- JOY, M. & TELLEPSON (1975), On the Financial Applications of Discriminant Analysis, Journal of Financial and Quantitative Analysis, pp. 723-739.
- KALE, NOE & RAMIREZ (1991), The Effect of Business Risk on Corporate Capital Structure: Theory and Evidence, The Journal of Finance, vol. 46, n.° 5, pp. 1693- 1715.

KAPLAN, R. & NORTON, D. (1992), The Balanced Scorecard-Measures That Drive Performance, Harvard Business Review, pp. 71-79.

KATZ, D. & KAHN, R. L. (1978), The Social Psychology of Organizations, 2<sup>nd</sup> ed., Wiley, New York.

KETS de VRIES, M. & MILLER, D. (1984), Neurotic Style and Organizational Pathology, Strategic Management Journal, n.º 5, pp. 35-55.

KETS de VRIES, M. & MILLER, D. (1986), Personality, Culture and Organization, Academy of Management Review, n.º 11, pp. 266-279.

KIM, E. (1978), A Mean Variance Theory of Optimal Capital Structure and Bond Markets, Journal of Finance, vol. 53, pp. 211-244.

KIMBERLY, J. (1979), Issues in the Creation of Organizations, Academy Management Journal, vol. 22, pp.437-457.

KIMBERLY, J. & MILES, R. (1980), The Organizational Life Cycle, Jossey-Bassey, San Francisco.

KLEIN, B., CRAWFORD, R. & ALCHIAN, A. (1978), Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process, Journal of Law and Economics, vol. 21, pp. 297-326.

KOCHHAR, R. (1996), Explaining Firm Capital Struture: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics, Strategic Management Journal, vol. 17, pp. 713-728.

KOSNIK, R. (1987), Greenmail: A Study in Board Performance in Corporate Governance, Administrative Science Quarterly, n.º 32, pp. 163-185.

KOTTER, J. (1982), The General Managers, Free Press, New York.

KOTTER, J. (1988), The Leadership Factor, Free Press, New York.

KOTTER, J. (1990), What Leaders Really do, Harvard Business Review, May-June, pp. 103-111.

LAMBERT, L. (1983), Long-term Contracts and Moral Hazard, Bell Journal of Economics, n.º 14, pp. 441-452.

LANDEIRO de VAZ, J. (1996), Aportaciones para un Nuevo Paradigma de la Empresa Bancária: Estratégia-Eficiência y Riesgo-Performance. Una Aplicación al Caso Portugués (1991-1994), Tesis Doctoral, Universidad de Sevilla.

LAWRENCE, P. & LORSH, J. (1967), Organization and Environment: Managing Differentiation and Integration, Harvard Business School, Boston.

LEGNICK-HALL, C. & WOLFF, J. (1998), Achieving Consistency of Purpose, Strategy and Leadership, vol. 26, n.º 2, pp. 32-38.

LELAND, H. & PYLE, D. (1977), Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, Journal of Finance, vol. 32, pp. 371-388.

LEVITT, T. (1983), The Globalization of Markets, Harvard Business Review, May-June, pp. 92-102.

LIPPMAN, S. A. & RUMELT, R. P. (1982), Uncertain Imitability: An Analysis of Interfirm Differences in Efficiency Under Competition, Bell Journal of Economics, vol. 13, n.º 12, pp. 418-438.

LONG, M. & MALITZ, I. (1985), The Investment-Financing Nexus: Some Empirical Evidence, Midland Corporate Finance Journal, vol. 3, pp. 53-59.

LORSH, J. & ALLAN, S. (1973), Managing Diversity and Interdependence: An Organizational Study of Multidivisional Firms, Harvard Business School, Boston.

MAHONEY, J. & PANDIAN, R. (1992), The Resource-Based view within the Conversation of Strategic Management, Strategic Management Journal, vol. 13, n.º 5, pp. 363-380.

MAKSIMOVIC, V. (1988), Capital Structure in Repeated Oligopolies, Rand Journal of Economics, n.º 19, n.º 3, pp. 389-407.

MAKSIMOVIC, V. & TITMAN, S. (1990), Financial Policy and a Firm's Reputation for Product Quality, Review of Financial Studies, Forthcoming.

MAKSIMOVIC, V. & ZECHNER, J. (1991), Debt, Agency Costs, and Industry Equilibrium, The Journal of Finance, vol. 46, n.º 5, pp. 1619-1643.

MARCH, J. (1976), The Technology of Foolishness, in J. March and J. Olsen (eds), Ambiguity and Choice in Organizations, Universitetsforlaget, Bergen.

MARCH, J. & SIMON, H. (1958), Organizations, Wiley, New York.

MARKIDES, Constantinos (1999 a), In Search of Strategy, Sloan Management Review, vol. 40, n.º 3, pp. 6-7.

MARKIDES, Constantinos (1999 b), A Dynamic View of Strategy, Sloan Management Review, vol. 40, n.º 3, pp. 55-63.

MARKIDES, C. & WILLIAMSON, P. (1996), Corporate Diversification and Organization Structure: A Resource-based View, Academy of Management Journal, vol. 39, pp. 340-367.

MARN, M. & ROSIELLO, R. (1992), Managing Price Gaining Profit, Harvard Business Review, September-October, pp. 84-94.

MARTIN, R. & JUSTIS, R. (1993), Franchising, Liquidity Constraints and Entry, Applied Economics, vol. 25, pp. 1269-1277.

McCLELLAND, D. (1961), The Achieving Society, Van Nostrand, Princeton.

McCLELLAND, D. (1965), N-Achievement and Entrepreneurship: A Longitudinal Study, Journal of Personality and Social Psychology, n.° 1, pp. 389-392.

McCLELLAND, D. (1975), Power: The Inner Experience, Irvington, New York.

MEHRA, A. (1996), Resource and Market Based Determinants of Performance in the U.S. Banking Industry, Strategic Management Journal, vol. 17, pp. 307-322.

MILES, M. & HUBERMAN, A. (1994), Qualitative Data Analysis, Sage Publications, London.

MILLER, M. (1977), Debt and Taxes, Journal of Finance, vol. 32, pp. 261-275.

MILLER, D., KETS de VRIES, M. F. & TOULOUSE, J. M. (1982), Top Executive Locus of Control and its Relationship to Strategy-Making, Structure and Environment, Academy of Management Journal, n.° 25, pp. 237-253.

MILLER, M. (1993), The Modigliani-Miller Propositions after Thirty Years, in The New Corporate Finance Where Theory Meets Practice, edited by Donald Chew, Jr., McGraw-Hill, Inc., pp. 129-141.

MILLER, D. & DROGE, C. (1986), Psychological and Traditional Determinants of Structure, Administrative Science Quarterly, vol. 31, pp. 539-560.

MILLER, M. & TOULOUSE (1986), Chief Executive Personality and Corporate Strategy and Structure in Small Firms, Management Science, vol. 32, n.° 11, pp. 1389-1409.

MINER, J. B. (1975), The Uncertain Future of the Leadership Concept: Na Overview, in J. G. Hunt & L.L.Larson (eds), Leadership Frontiers, Comparative Administrative Research Institute, Kent State University.

MINTZBERG, H. (1972), Research on Strategy-Making, Academy of Management Proceedings of the 32<sup>nd</sup> Annual Meeting of the Academy of Management, pp. 90- 104.

MINTZBERG, H. (1973), The Nature of Managerial Work, Harper & Row, New York.

MINTZBERG, H. (1978), Patterns in Strategy Formation, Management Science, vol. 24, n.° 9, pp. 934-948.

MINTZBERG, H. (1987), Crafting Strategy, Harvard Business Review, vol. 65, n.° 4, pp. 65-75.

MINTZBERG, H. (1994), The Rise and Fall of Strategic Planning, Prentice Hall.

MINTZBERG, H., AHLSTRAND, B. & LAMPEL, J. (1998), Strategy Safari, Prentice Hall Europe.

MINTZBERG, H. & LAMPEL, J. (1999), Reflecting on the Strategy Process, Sloan Management Review, vol. 40, n.° 3, pp. 21-30.

MINTZBERG, H., QUINN, J. B. & GHOSHAL, S. (1995), The Strategy Process, Prentice Hall, European Edition.

MINTZBERG, H. & WATERS, J. A. (1978), Patterns in Strategy Formation, Management Science, n.° 24, pp. 934-948.

MINTZBERG, H. & WATERS, J. (1985), Of Strategies, Deliberate and Emergent, Strategic Management Journal, n.° 6, pp. 257-272.

MITCHELL, T. R., SMYSER, C. M. & WEED, S. E. (1975), Locus of Control: Supervision and Work Satisfaction, Academy of Management Journal, n.° 18, pp. 623-630.

MODIGLIANI, F. & MILLER, M. (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review, n.° 49, pp. 261-297.

MODIGLIANI, F. & MILLER, M. (1963), Corporate Income Taxes and the Cost of Capital, American Economic Review, n.° 53, pp. 433-443.

MONTGOMERY, C. A. & VERNERFELT, B. (1988), Diversification, Ricardian Rents, and Tobin's q, Rand Journal of Economics, vol. 19, n.° 4, pp. 623-632.

MYERS, S. (1977), Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics, vol. 9, pp. 147-176.

MYERS, S. (1984), The Capital Structure Puzzle, The Journal of Finance, vol. 39, n.° 3, pp. 575-592.



- MYERS, S. (1993), The Search for Optimal Capital Structure, in The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice, edited by Donald Chew, Jr., McGraw-Hill, Inc., pp. 142-150.
- MYERS, S. (1998), intervenção em Vanderbilt University Roundtable on the Capital Structure Puzzle, in Journal of Applied Corporation Finance, vol. 11, n.º 1, Spring.
- MYERS, S. & MAJLUF, N. (1984), Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not Have, Journal of Financial Economics, n.º 13, pp. 187-221.
- NEGANDHI, A. & REINMANN, B. (1976), Organization Structure and Effectiveness: A Canonical Analysis, in R. Kilman, L. Pondy and D.P. Slevin (eds), The Management of Organization Design, vol. 2, Elsevier, Amsterdam.
- NELSON, R. (1995), Why do Firms Differ, and How does It Matter?, in The Nature of the Firm, edited by Oliver Williamson & Sidney Winter, Oxford University Press, New York, pp.247-269.
- NELSON, R. & WINTER, S. (1982), An Evolutionary Theory of Economic Change, Harvard University Press, Cambridge.
- NEVES, J. (1993), Timing and Economic Value of Mergers and Acquisitions, Thesis of Doctor of Philosophy, Manchester Business School, p. 105/106.
- NEVES, J. & HENRIQUES, A. (1999), The Wealth Resource in Small Family Businesses: An Exploratory Study, in Supporting the Development of SMEs: Best Practices & Innovations in Financing. Proceedings, 29<sup>th</sup> European Small Business Seminar, Cascais, Portugal, pp. 169-180.
- NONAKA, I. (1988), Towards Middle-up-Down Management, Sloan Management Review, Spring, pp. 9-18.
- NORBURN (1986), GOGOs, YOYOs and DODOs. Company Directors and Industry Performance, Strategic Management Journal, vol. 7, pp. 101-117.
- OLIVER, C. (1991), Strategic Responses to Institutional Process, Academy of Management Review, vol. 16, pp. 145-179.
- OSBORN, R. N. & HUNT, J. G. (1975), An Adaptive-Reactive Theory of Leadership: The Role of Macro Variables in Leadership Research, in J. G. Hunt & I. L. Larson (eds), Leadership Frontiers, Kent State University Press.
- OPLER, T. & TITMAN, S. (1994), Financial Distress and Corporate Performance, The Journal of Finance, vol. 49, n.º 3, pp. 1015-1040.

O'REGAN, N., GHOBADIAN, A. & LIU, J. (1999), The Impact of Strategic Planning on Small Business Performance: An Empirical Assessment, in *Supporting the Development of SMEs: Best Practices & Innovations in Financing*. Proceedings, 29<sup>th</sup> European Small Business Seminar, Cascais, Portugal, pp. 355-370.

OUCHI, W. G. (1980), Markets, Bureaucracies, and Clans, *Administrative Science Quarterly*, n.º 25, pp. 120-142.

PATRICH, S. (1998), The Balanced Structure, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 11, n.º 1, pp.66-77.

PENROSE, E. (1980), The Theory of the Growth of the Firm, 2nd ed., Oxford Basil Blackwell, London.

PEREIRA, A. (1999), Guia Prático de Utilização do SPSS, 2ª edição, Edições Sílabo, Lisboa.

PERROW, C. (1986), Complex Organizations, New York: Random House.

PERVIN, L. & JOHN, O. (1997), Personality, Theory and Research, 7<sup>th</sup> edition, John Wiley & Sons, Inc.

PETERS, T. J. & WATERMAN, R. H. (1982), In Search of Excellence: Lessons from America's Best Run Companies, Harper & Row, New York, p. 12.

PETERSON, A. (1998), Vanderbilt University Roundtable on the Capital Structure Puzzle, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 11, n.º 1, Spring 1998.

PETTIGREW, A. (1990), Studying Strategic Choice and Change, *Organization Studies*, vol. 11, n.º 1, pp. 6-11.

PFEFFER, J. (1981), Power in Organizations, Marshfield, MA: Pittman.

PFEFFER, J. (1983), Organizational Demography, in Cummings & Staw (eds), *Research in Organizational Behavior*, vol.5, JAI Press, pp. 299-357.

PFEFFER, J. & SALANCIK, G. (1978), The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective, Harper & Row, New York.

POITEVIN, M. (1989), Financial Signalling and the 'Deep-Pocket' Argument, *Rand Journal of Economics*, vol. 20, pp. 26-40.

PORTER, M. (1979), The struture within industries and companies performance, *Review of Economics and Statistics*, vol. 61, pp. 214-227.

PORTER, M. (1980), Competitive Strategy: Techniques for Analysing Industries and Firms, Free Press and Macmillan, New York.

PORTER, M. (1991), Towards a Dynamic Theory of Strategy, Strategic Management Journal, vol. 12, pp. 95-117.

PORTER, M. (1994), Toward a Dynamic Theory of Strategy, in Rumelt, Schendel & Teece (eds), pp. 423-461.

PORTER, M. (1996), What Is Strategy?, Harvard Business Review, November-December, pp.61-78.

POWELL, T. (1992), Organizational lignment as Competitive Advantage, Strategic Management Journal, vol. 13, n.º 2, pp. 119-134.

PRAHALAD, C. & BETTIS, R. (1986), The Dominant Logic: A New Linkage Between Diversity and Performance, Strategic Management Journal, vol. 7, pp. 485-501.

PRAHALAD, C. K. & HAMEL, G. (1990), The Core Competence of the Corporation, Harvard Business Review, vol. 68, n.º 3, pp. 79-91.

PROVAN, K. (1980), Board Power and Organizational Effectiveness Among Human Service Agencies, Academy of Management Journal, vol. 23, pp. 221-236.

QUINN, J. (1980), Strategies for Change, in Mintzberg, Quinn & Ghoshal (eds), The Strategy Process, Prentice Hall, European Edition, 1995.

QUINTART, A. & ZISSWILLER, R. (1994), Teoria Financeira, edição Caminho, Lisboa.

RAJAGOPALAN, N. & DATTA, D. (1996), CEO Characteristics: Does Industry Matter?, Academy of Management Journal, vol. 39, n.º 1, pp.197-200.

RAJAN, R. & ZINGALES, L. (1995), What Do We Know about Capital Struture? Some Evidence from International Data, The Journal of Finance, vol. 50, n.º 5, pp. 1421-1460.

RAVIX, J.-L. (1990), L'Emergence de la Firme et des Cooperations Inter-Firmes dans la Théorie de l'Organization Industrielle: Coase et Richardson, Revue d'Économie Industrielle, n.º 51, pp.202- 225.

REEVE, T. (1990), The Firm as a Nexus of Internal and External Contracts, in M. Aoki, B. Gustafsson & O. E. Williamson (eds.), The Firm as a Nexus of Treaties, Sage, London, pp. 133-161.

REIS, E. (1997), Estatística Multivariada Aplicada, Edições Sílabo, Lisboa.

WILLIAMSON, O. (1975), Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implication, Free Press, New York.

WILLIAMSON, O. (1981), The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach, American Journal of Sociology, n.º 87, pp. 548-577.

WILLIAMSON, O. (1985), The Economic Institutions of Capitalism, Free Press, New York.

WILLIAMSON, O. (1988), The Economics and Sociology of Organizing: Promotion a Dialogue, in G. Farkas and P. England (eds), Industries, Firms and Jobs, Plenum, New York.

WILLIAMSON, O. (1995), Hierarquies, Markets and Power in the Economy: An Economic Perspective, Industrial and Corporate Change, vol. 4, n.º 1, pp. 21-49.

WILLIAMSON, O. (1999), Strategy Research: Governance and Competence Perspectives, Strategic Management Journal, vol. 20, pp. 1087-1108.

WILLIAMS, J. (1994), Strategy and the Search for Rents: The Evolution of Diversity among Firms, in Rumelt, Schendel & Teece (eds), Fundamental Issues in Strategy, Harvard Business School Press, pp.229-246.

WINTER, S. G. (1987), Knowledge and Competence as Strategic Assets, in D. J. Teece (ed.), The Competitive Challenge: Strategies for Industrial Innovation and Renewal, Ballinger, Cambridge, pp. 159-184.

WISSEMA, J., VAN der POL, H. & MESSER, H. (1980), Strategic Management Archetypes, Strategic Management Journal, n.º 1, pp. 37-47.

WOO, C.Y. & WILLARD, G. (1983), Performance Representation in Business Policy Rsearch: Discussion and Recommendation, paper presented at the 23<sup>rd</sup> Annual National Meetings of the Academy of Management, Dallas.

WOODWARD, J. (1965), Industrial Organization: Theory and Practice, Oxford University Press, New York.

WRUCK, K. H. (1990), Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency, Journal of Financial Economics, n.º 27, pp. 419-444.

YAO, D. A. (1988), Beyond the Reach of the Invisible Hand: Impediments to Economic Activity, Market Failures, and Profitability, Strategic Management Journal, n.º 9, Special Issue, pp. 59-70.

YIN, R. (1993), Applications of Case Study Research, vol. 34, Sage Publications, London.

YUKL, G. (1994), Leadership in Organizations, 3<sup>rd</sup> edition, Englewood Cliffs: Prentice Hall

ZAJAC, E. J. & KRAATZ, M. S. (1993), A Diametric Forces Model of Strategic Change: Assessing the Antecedents and Consequences of Restructuring in the Higher Education Industry, Strategic Management Journal, n.º 14, pp. 83-102.

ZAHRA, S. A. & PEARCE, J. A. (1989), Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model, Journal of Management, n.º 15, pp. 291-334.

ZALD, M. N. (1967), Urban Differentiation, Characteristics of Board of Directors, and Organizational Effectiveness, American Journal of Sociology, n.º 73, pp. 261-272.

ZALEZNIK, A. & KETS DE VRIES (1975), Power and the Corporate Mind, Houghton Mifflin, Boston.

ZENDER, J. (1991), Optimal Financial Instruments, The Journal of Finance, vol. 46, n.º 5, p. 1645- 1663.

ZOU, S. & CAVUSGIL, S. T. (1996), Global Strategy: A Review and an Integrated Conceptual Framework, European Journal of Marketing, vol. 30, n.º 1, pp. 52-69.